全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全美畅销书

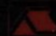
[美] 约翰·特雷恩 著 姚文平 孙林 译

THE MONEY MASTERS

金钱的主人

John Train

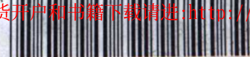
55



江苏人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全美畅销书



[美] 约翰·特雷恩 著 姚文平 孙林 译

THE MONEY MASTERS

金钱的主人



江苏人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

首先需要声明的是，除了是约翰·特雷恩企业的一位委托人外，我还是他的堂兄弟，所以我也许并不是一个完全公正的评论员。

但是我能证明他是位成功者。由他的企业所管理和我作为合伙人之一的合伙人投资基金自1975年成立以来，已经上升了7倍多，而同期道·琼斯平均工业指数只有2.5倍的升幅。

此外，《金钱的主人》一书是我所读过的有关证券市场生财之道的最好的一本入门书，这本书读起来也很有趣。

克莱恩·佩尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

该书于1980年首次出版发行，此次再版，我仅对本书中一些地方作了修改。当然，连续修订是不可能的，但所幸的是，这本书原先的内容到现在仍是适用的。

现在我就利用这个机会总结一下其中几位后来的发展情况。开篇介绍的沃伦·巴菲特已经连续为伯克希尔·哈萨韦的股东们特别是他自己挣了不少钱。在我们这本书首版时，如果你购买了他的股票，那么当时你投入的钱今天就已经翻了50倍。沃伦·巴菲特自己个人拥有的净资产则从1亿美元上升到了80亿美元左右，不过他仍然和以前一样地生活着，很少参加什么特别大的慈善活动，只是不停地为他自己挣钱。我已经专门写了一本关于沃伦·巴菲特的书，书名叫做《米达斯试金石》(哈珀 & 罗,1987)。

自从本书初版后，巴菲特交易的本身就诠释了他的数个技巧。最根本的就是他深信要购买赢利公司的股票（第22页，第3点；同样的，拉里·蒂施，第200页），这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司本身现金储备量大。这使你能够用富余资金购买其他资金富余的公司股票，或者缩减公司的资本化。回购股票这个概念在企业界很时髦。近年来，受欢迎程度有点过火。

人们应该注意到伯克希尔公司业绩比不上本书中所述的其他公司。除非在某种程度上，由于保险公司固有的影响力，可以把证券转化为利润。保险公司和银行一样，持有大量现金，这与他们对别人承担责任相符。如果资金得以成功地投资，利润超过支付保险收益人或者存款人的金额。

1987 年，巴菲特购买萨洛蒙兄弟公司 13%～14% 的股份，米诺科公司想出售一大笔股票头寸。萨洛蒙担心买主如若不友善，会威胁公司管理。萨洛蒙以当时市价每股 38 美元的价格购买相当于 9% 的优先股。萨洛蒙把这卖给伯克希尔公司，比米诺科或其他股票收益更高，也更安全，并且享有税收优惠。这三重优点对伯克希尔公司来说值上亿元，并引起了许多官司。巴菲特加入了萨洛蒙兄弟公司的董事会，表示支持董事长约翰·古特弗罗因德。正如《说谎者的扑克牌游戏》的读者或者公司领导们所清楚的：兄弟公司人员态度粗暴强硬。国库券丑闻使得公司混乱一片。巴菲特不得不去东部，撤掉古特弗罗因德等人，自己接管，以挽救局面。然后，巴菲特回到奥马哈，他的“哼，呸”形象也受到了影响。

在简介中，我曾描述“怪异的经营人操作方式极其有个性，不能模仿，效仿他们的做法很危险。斯坦利·克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗尔就是此类人物，但本书也把他包括进来了，以便读者了解不可思议的赌场商品是什么样子的”。对克罗尔来说亦是如此，他厌烦了日内瓦湖畔的生活，又回到了喧嚣的商品市场。但他与市场很不协调，业绩很差，实际上也并非他一人如此。他曾跟我讲过一位商品经纪人，他本应该很杰出，也许在纽约最受人尊敬。但正如第150页所述，这位经纪人业务惨淡，从此之后更加糟糕。

发生在克罗尔身上的事，以及采用类似做法的其他商品投机商身上的事，实质性地说明了许多经纪人为商品投机的高佣金所吸引。绝大多数人遵循与克罗尔雷同的原则：研究主要走向，其次的行动是确定头寸。如此多的竞争者，又有如此多的资金努力做同一件事，行动必须比你所能想的还要快。最后，赚钱技巧与克罗尔所喜欢的相反：你无须等待；反之，需要立即预测走势，市场一有反应迹象，即清付。然而实质上什么也行不通。我认为此领域没有什么制度体系能够长久生存，因为总是困于被他人效仿。

自从该书问世后，约翰·坦普尔曼的事业引人注目，如第196页所述，多年来他的基金是所有基金中业绩最好的。我首次采访他时，基金仅仅增加到2 000万美元。换句话说，业绩最佳时还远远不到2 000万美元。在本书出版之际，基金达到2亿美元，他又开始运作另一基金。从那时起，两种基金发展迅猛，接着他又开始搞几种基金，大规模地搞起退休基金，共有几百亿美元。基金如此成功，不可避免地业绩要走向平庸。最后，坦普尔曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖掉全部基金退了休。

1980 年，拉里·蒂施认为当时市场已摸高，然而他的判断失误了：市场几乎翻两番。通常拉里·蒂施很谨慎。在专门选择的股票方面，收益不错。正当巴菲特成为城市资本 /美国广播公司最大的股东之际，蒂施避免了哥伦比亚广播公司被别人接管，自己接管了该公司。

罗伯特·威尔逊卖空景观国际公司，从这场灾难中翻了身，又挤进了大亨行列。然而，后来他发现业绩徘徊不前，业务和市场一样不景气。所以他把财产转让给别人管理，自己去享受生活。1980 年，威尔逊认为“纽约市的腐败意味着庞大的政府正失去信誉，因此将精简政府，总体情况会有所好转，双重收益可从今日的萧条水准升至 20 倍，或者在5～10年内翻成 5 倍”。威尔逊掌握时代的新特点，在市场上他不会偏离太远。

然而，威尔逊没有以前乐观。他察觉到应属美国头等阶层人物的道德水准和知识水平正在下降，他对美国的教育也很失望。

有关该书的结论部分仍然站得住脚。我认为无须淡化对“技术分析”的抨击——见第 239 页等处。我迄今还未碰见哪一位从业人员长期以来经营一直很成功。继詹姆斯·丹斯之后是霍华德·拉夫，拉夫由于接二连三的失误而一蹶不振。乔·格兰维尔是位公认的预言家，他宣称他将最终使得样样事情都井然有序，从未料到预测会失误。但是在 1982 年低谷时期，也是濒临市场历史上最强劲的反弹之际，他的信徒们亏损很大。从那以后，业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务一直很糟糕。

和增长派相比，格兰维尔价值派的过度膨胀确实十分过火。上亿的资金，而不是数千万资金已经备好，等待任何出现的时机。

我建议投资者瞄准海外市场，这一建议在很大程度上证明是正确的。新兴市场是近年来最引人注目的领域，我担任创世纪新兴市场基金（伦敦）的主管人，该基金1993年上涨86%。这个领域长远说来前景不错，目前看来正在兴起。

本书回顾了著名投资家的投资事业，他们中许多人发现了一整套投资方法，这给人们留下深刻印象。在那以前，投资家一直忽略了这一问题。投资家掌握了这一技巧，又凭借此优势，使得多年来业绩辉煌。例如，格雷厄姆整理出一套办法以辨明普通公司被忽略的价值。巴菲特研究出关于企业经销权的优点。普赖斯重点研究发展的持续性。坦普尔曼挖掘出一些国家的优势，而他的同行不敢冒险到这些国家开拓业务。威尔逊在寻求“新浪潮”，这是改革证券业的梦想，许多投资者尚未理解这个设想。或者说，作为抛空代表，这个梦想并不正确，许多投资者付出太大的代价。

换言之，绝大多数人的生涯中有种哲学思想，或者说是一个主要观点。当这个主要观点成熟后，考验投资者的时刻就到了：放弃过度利用的思路，寻求新的发现，本书中提到了变动的需要：“时代在变化，我们随着时代的变化而改变。”对投资者来说，确实是一件永恒的东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西。

我认为当一名投资者达到一定的水平，改变是该行业内制胜的根本秘诀。因此，本书第 195 页所述坦普尔曼以及第 219 页所述的威尔逊、坦普尔曼和普赖斯确实都在改变方法。

大师和老手的区别在于：老手已知道规则，但大师通晓用于向学徒讲解作为手艺的公式后面所隐藏的真理。人类的思维也是同样的。伟大的思想家或艺术家经常超越先前的原则。随之，二流的批评家整理自己所得，一种新的狭窄的正统学说产生了。因此存在着一对矛盾：要做得好，必须懂得规则，但大师会知道情况变化了，这些规则不再适用，我希望本书通过对这些大师的研究，使读者了解现实，在大师身上行之有效的办法与为何奏效。根据世界和投资市场的变化，研究出一套适合自己的方式。

1994

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简　介

我一直喜欢和著名的投资经理人交往。20 世纪 50 年代，我在伊姆里·德维手下工作，成为他的一名客户。伊姆里·德维的基金在 50 年代业绩最佳。又过了一段时间，在伊姆里·德维公司规模为日后的 1/20 的时候，我结识了 T·罗·普赖斯，并把钱财置于他的管理之下。我同样还认识 A.W. 琼斯和其他一些成功的投资家。我还和一些欧洲投资家交往，美国读者不太熟悉他们的名字。

我希望本书是展示当代一些伟大证券投资家的观点和操作实践。他们并不是巨额资本的杰出管理人，起初他们只是一般的管理人员，是非凡的个人投资家。他们如何思考问题？使用什么样的信息来源？他们对事实和心理的依赖程度各有多少？使用何种标准选择投资？为什么选中正在购买的股票？

我选择的研究对象代表了主要的投资学派，其中有“增长派”、“价值派”、“技术派”、“专业派”以及“手术派”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在对这些著名投资家的技术分析过程中出现一条清晰的思路：他们用不同的方式表述同一件事。看待一项工作可以有两种方式：一种是对未来学的实习——穿透雾层，比常人看得远；另一种是作实验分析方法——小心谨慎，富有想像力地研究显微镜下显示的东西。我邀请读者加入我的探索历程，然后我们可以在结论部分来检验所得。

我可以说在职业投资方面是无运气可言的。这是一门手艺，每年要关系到成千上万的决定。就和赢得围棋邀请赛一样，你不可能凭运气或偶发事件获得最高记录。个人可能会撞上好运，但对于长年累月经营各种证券的经理人员来说，单一事件不可能造成巨大的差异。他可能会有一份好运气，但那是在意料之中的。同样，在预料之中的是他也会碰到坏运气。

读者会发现大部分研究对象年纪偏大。我一直跟踪研究长期以来沿用某一特定技巧的投资家。读者能够在操作中考虑他们的观点：某一方法沿用得越久，就越令人信服。

年轻是福，但新一族投资家并非如此——亚当·斯密的《金钱游戏》中所描述的那种人，这些描述令人发笑，也令人恐慌。在牛市高峰之际，有一阵子一些人业绩辉煌。在随之而来的低谷期，不少他们看中的公司破产，不少天才投资家被挤出了该行业。许多昔日舞台上的投资家如长脚蜘蛛般在他身边滑行而过，压力过大，下沉了。这些经理人员给顾客亏掉的钱要比挣的多。他们惨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败时，亏损大量钱财。

我一般避免提到的一类投资者就是“怪异操作人”。他们的操作方法极其独特具有个性，实质上不能仿效，模仿他们的做法是危险的：斯坦利·克罗尔就是这样的人物，但本书也把他包括进来了，以便使读者了解不可思议的赌场商品是什么样子的（商品投机不是投资，零星的投资者经营不可能持久成功，信誉良好的证券商不应向零星投资者提供商品投机的机会）。

总体来说，我所选择的大师的做法阐释了一些有用的方法，很值得学习。比斯马科曾经说过，即使傻子也会从自己的经历中获益，让我们尽量从别人的经验中获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

序 …………………………………………………… (1)
前言 …………………………………………………… (3)
简介 …………………………………………………… (9)
一 沃伦·巴菲特——做好每一股的买卖 ……… (1)
二 保罗·卡伯特——现实主义者 ……………… (48)
三 菲利普·费希尔——投资工程师 …………… (66)
四 本杰明·格雷厄姆——领航者 ……………… (94)
五 斯坦利·克罗尔——“我们终将会死去的……” …………………………………………………… (132)
六 T·罗·普赖斯——成长的沃土 ……………… (158)
七 约翰·坦普尔曼——任何事情都是有周期的 …………………………………………………… (177)
八 拉里·蒂施——现实主义者 ………………… (198)
九 罗伯特·威尔逊——使郁金香更丰满 …… (209)
十 管理者的比较 ……………………………… (229)
十一 结 论 …………………………………… (236)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

Ⅰ. 巴菲特的债券投资 …………………………… (252)
Ⅱ. 伯克希尔·哈萨韦公司 1978 年年报摘要 ……… (265)
Ⅲ. 红杉基金普通股投资组合 …………………… (275)
Ⅲ(a). 红杉基金持有的主要股票 ………………… (276)
Ⅳ. 曼哈顿基金普通股投资组合 ………………… (277)
Ⅴ. 斯泰特大街投资公司投资组合 ……………… (279)
Ⅴ(a). 斯泰特大街投资公司 ……………………… (281)
Ⅵ. "低于营运资本净额出售的股票" …………… (283)
Ⅵ(a). "纽约证券交易所低于票面价值
的股票" ………………………………… (284)
Ⅶ. "低于清理价值的股票" ……………………… (285)
Ⅶ(a). "低于清理价值的股票" …………………… (286)
Ⅷ. 《福布斯》的"滞价证券" …………………… (287)
Ⅸ. 格雷厄姆—雷投资分析 ……………………… (289)
Ⅸ(a). 格雷厄姆—雷投资基本价格分析 ………… (291)
Ⅹ. 资产投资者基金公司的投资组合 …………… (293)
Ⅹ. (续) 资产投资者基金公司的投资组合 ……… (295)
Ⅺ. T·罗·普赖斯的部分个人证券投资组合 ……… (296)
Ⅻ. 普赖斯式的新时代投资组合 (A 组) ………… (302)
ⅩⅢ. 普赖斯式的新时代投资组合
(B 组和 C 组) ………………………………… (303)
ⅩⅣ. 坦普尔曼成长基金投资组合 ………………… (304)
ⅩⅣ(a). 坦普尔曼成长基金投资组合 ……………… (308)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一　沃伦·巴菲特

——做好每一股的买卖

在本杰明·格雷厄姆这位有价证券管理中的米达斯神去世以后，他的门徒、内布拉斯加州奥马哈市沃伦·巴菲特已经赢得了“投资人的投资人”之美誉。他精简了成员，从而使委托人的数目降低到100人以内，并组建了一个叫做“巴菲特合伙公司”的专门共享基金。在他40岁以前，他成为了一名独立经营者。沃伦·巴菲特从来没有写过什么教科书，但是在投资专家圈内还没有哪个人能够赢得比他更多尊敬的。

如果在1956年巴菲特原先的投资合伙公司成立之初，你在其中投入了1万美元，那么到1969年末巴菲特解散这家合伙公司时，你已经差不多挣了30万美元。这期间没有哪一年是亏损的，即使是在1957年、1962年、1966年、1969年的极度熊市行情之下。这一成绩在现代有价证券管理上是独一无二的。

作为一个投资顾问或基金管理者，巴菲特合伙公司的有价证券组合往往过分集中在一些证券（有些还不能够上市流通），即使这样，他也比一个保守的专业投资者用他私人的钱所作的投资还谨慎。一个精明、能干的投资者（像艺术品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收藏家）应该买那些他觉得有价值，但因不流行而一时销路不好的艺术品，而且他应该买很多，准备形成一套专门的收藏。如果他的看法是正确的，那些收藏品的价值会被大众承认，在适当的时候他会得到相应的回报。巴菲特现在乐于拥有一打左右的证券并且赋予传统的多样化，类似于“诺亚方舟式”的方法。看到什么东西都买两样，这种组合投资的结果会是什么也没得到。

沃伦·巴菲特思想的本质是商业界可以分为两类：少数的优质企业（在某个价位上值得投资），其他大部分属于业绩差或不好不坏的企业，这样的企业不能吸引长期投资。大多时候大部分企业的价值低于它们的价格，但有时候也会有些好企业的股价低到几乎是在白送。当碰到这种情况时，大胆地买进，不用考虑当前的低迷的经济或股票市场的预测。对基金的投资总是比投资于糟糕的企业或中游的企业要好得多，因为在基金的证券组合中包括了道·琼斯工业股、交通业股和综合股中的大部分。

对沃伦·巴菲特来说，一个好企业的关键是“商业特权”，也就是说企业在某些方面具有特权位置，因此其他企业就不能挤进来与你压价竞争，分享你的利润。但是，作为一个普遍的规律，在美国经济体系中，竞争体制较有效地防止了好的特权的创立。很多钢铁企业在公平竞争中实际上只有4%的收益率，扣除通货膨胀的因素，还比他们自己的债券收益率低得多。事实上，美国的工业企业的赢利太少以至于逐渐地吸引不到投资资本来生产社会需要的商品，来提供社会需要的服务。当这种情形发生时，就说明政府的工作没做好。纽约地铁系统就是一个例证，它被市政府接管来保护

资源分配.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5美分的票价，而这一价格曾涨到1美元；还有为了控制房租，政府部门推出了不切实际的不经济的公共住房供给，这使得那些小的、能干的房主被迫离开这一行当。

当前，对很多工业企业来说最令人胃口大开的特征之一是股东们可以得到基于虚幻的税前利润上的税前股利，而不用考虑重置企业的实际成本需要很多很多的钱，感谢通货膨胀，这完全是在吃老本。对股东来说，要想继续拥有股权，就必须不断地投入巨额自有资本和借入资本——通常，在纳税后，要比他们得到的股利还多。

那些少数的巴菲特认为值得拥有的企业（具有正当的特权），一般来说都属于他所称为的“毛利润特权”企业，也许称作“毛收入特权”企业更贴切：电视台、国际广告公司、铁矿土地所有权公司、报纸。由于直接受益于所服务公司的大的资本投资项目，它们只需要较少的营运资本就可以运行，而且，给它的股东带来大量的现金。对像克莱斯勒、蒙桑托、国际收割机公司这样的资本密集型公司就不那么运气好。它们如果不向这些特权企业（比如《华尔街日报》、J·沃尔特·汤普森和当地的电视台或者所有的三个）“进贡”的话，就不能够使它们的商品得到顾客的关注。

巴菲特喜欢的其他一些正当特权包括大的保险经纪机构和一些像斯佩里和哈钦森绿色邮品公司这样的有专门特殊位置的公司，但它们并不一定既实在又保险。

在奥马哈访问巴菲特一些天后，我对好的特权有了直接的感受，那就是《纽约时报》的特权。我晚上到达后住在希尔顿，一个呆板、没有吸引力的地方。第二天早上下楼来吃早饭时，我寻找报纸。在平时摆放《纽约时报》或《华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日报》的位置，我找到了奥马哈当地的报纸《世界先驱报》。它看起来俗气、不可靠。它并不是以国内或国际事件和文化或政治瞬间为特色，它的头版所登载的是当地人所关切的一些事物，真是目光短浅。我没有买，径直走过去吃早饭了。

后来我驱车来到巴菲特的办公室——位于离市中心约15分钟的一幢现代建筑的顶楼。他的办公室清洁而平常，墙上有一些加了框的文档，桌上有一盒子的剪报，这些都时时帮助巴菲特工作。那真是太棒了——这是他自己的一家公司制作的。墙边是一个书架，上面是一些金融书籍和几个版本的格雷厄姆和多德写的《有价证券分析》。

巴菲特是一位和蔼、红润、身体强壮的人，他有着一张宽而富有幽默感的嘴，在他那副特大号的玳瑁眼镜下面总是露出好追根究底的表情，他的脚搁在桌上，往嘴里灌着百事可乐，用那种带有中西部人特征的沉闷嗓音，高高兴兴地开始喋喋不休地讲述他脑中的想法。他说得很认真，给人一种完全理性的诚实。他的表述非常随便、快速、聪慧，带有很多引喻，如果你不竖起你的耳朵的话，很多东西会流失掉。他说的很多东西如果被慢慢地放出来，再配上一些滑稽的手势，那肯定能使商会里的观众入迷。

巴菲特：小时候我在华盛顿的伍德罗·威尔森高级中学读书时，我和另一个小伙伴开了威尔森角子机公司。那时我15岁，我们的业务是在理发店里放置旧的弹子机。在华盛顿经营弹子机行当是要买印花税票的，我记得我们是惟一一家买税票的公司。第一天我们用25美元买了个旧弹子机，放在店里。当我们晚上回来时，里面竟然有4美元。我想我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们是找到了赚钱的门道了。后来，我们每周赚 50 美元，我从未梦想过生活是这么美好。在高中毕业前，我花了 1 200 美元，为自己买了块 40 英亩位于内布拉斯加东北的没有开垦过的农场。

巴菲特的父亲是一个带有弥赛亚式忠诚的但很保守的人，他的孩子们都很崇敬他，他曾担任了四届众议院议员，后来成为股票经纪人。他是一个非常正直的人，对金钱的兴趣不大：当国会议员的工资从 1 万美元涨到 1.25 万美元时，他把上涨部分的工资交给了国库。他对巴菲特的生财能力不怎么有兴趣，他希望他的儿子将来成为一名牧师。

在巴菲特 11 岁以前，他就在他的人生经历中当了一次大亨，那时他在城市服务公司优先股（后面将详述）上赚了 5 美元，第一次演示了他的市场专家的才能。不久之后，他做起了回收旧高尔夫球的生意，还从事几条线路的《华盛顿邮报》投递工作。投递报纸使他得益匪浅，早期收入的 9 000美元中的大部分来源于此，他靠这些钱完成了他的大学学业。

12 岁时，他迷上了障碍赛马，编印了一份名为《马仔的选择》的小报去卖。他说服他父亲从国会图书馆里借出了所有的关于障碍赛马和赛马赌博的书，时至今日，他有时还会疑惑，是什么使得当国会议员的父亲满足了他的要求的。

即使是在那么小的年纪，他已抓住了几个商业机会。“我知道我会很有钱的”，他说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆的影响

还是个小孩时，巴菲特就对股票市场的技术分析很入迷。他发明了他自己的市场指数，尽管类似，但都不令人满意，最终在1949年在他到内布拉斯加大学读书，并且读了格雷厄姆的《聪明的投资者》一书后，他放弃了他原先的方法。随后的几年，他上了哥伦比亚大学，因为《有价证券投资》一书的两位作者格雷厄姆和多德都在那儿教书。

巴菲特在《名人字典》上查到本杰明·格雷厄姆是GEICO公司的主席，这家公司直接通过邮寄来销售汽车保险，而不通过经纪人。一个周六他来到公司办公地点，“砰砰”敲门，一个看门人出来，巴菲特问他，这儿除了他之外是否还有其他人和他可以说话。看门人带他上楼，在那儿的办公室他见到了L.A.戴维森，后来的首席执行官。巴菲特向他提了近五个小时的问题，然后带着对这个公司和它的股票情况很满意的心情离开了。

在打算购买一些股份后，他同两位保险方面的专家讨论了GEICO公司的情况。两人都对它嗤之以鼻，因为这家公司的保险价格在他们的表格上看起来并不便宜。但这些表格没有反映出这家公司在它的保险业务中有20%的赢利，而一般的公司只有5%的边际利润。当时整个公司的股票市值不到700万美元，后来它升到10亿美元，成了华尔街的宠儿。由于后来错误的管理把GEICO带到了破产的边缘。在那场危机中，在首次与它接触的25年后，巴菲特买进了GEICO公司15%的股份，今天看来，它又重现了光明的前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景。

巴菲特相信为最聪明的人工作对自己是有好处的，因此他毕业后想无偿为格雷厄姆工作。在被格雷厄姆拒绝后，他回到了奥马哈他父亲的股票经纪人公司工作，积极地推销GEICO公司的股票，但是发现很难推销出去。一些保险机构给他父亲施加压力要求他停止推销非代理制保险业者的股票。

不久以后，巴菲特又有了另外一个想法，一个人要购买一家公司的股票，就需要得到对这家公司十分了解的人的帮助。举个例子说，堪萨斯城市人寿保险公司正在以其法定收益的3倍或者说是其“收益量”的33%进行交易，同时售出的保单是按被保险人投资资本平均每年只增长2.5%来设定的。巴菲特想，那些每天推销保单和寄支票到堪萨斯人寿保险公司去的普通代理人是应该明白公司实情的——人们从来都不是很清楚GEICO公司——这些代理人自然是应该购买股票的候选人。但恰恰相反，代理人只是为自己和他的家人购买人寿保险，而不去理会公司股票平均33%的收益！巴菲特也没有能够说服这些代理人购买他们公司自己的股票。

在离开哥伦比亚大学后，巴菲特继续和格雷厄姆保持联系，跟他谈一些自己的想法，期望能得到一些股票交易业务。格雷厄姆也常常花很多时间跟他谈他的想法，后来在1954年他建议巴菲特去看望他。巴菲特到了纽约并且受雇于格雷厄姆-纽曼公司，在那儿他度过了受益匪浅的两年。今天他觉得很难去讲述在那儿他到底干了多少工作，但其中一定包含了对上百个公司进行的是否符合格雷厄姆的投资标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准的分析。

本杰明·格雷厄姆没有对商业特权加以区分。他永远也不会在色拉油丑闻发生时去购买运通公司的股票，或者迪斯尼公司的股票，而这正是巴菲特的两个大手笔。他不相信定性分析——通过研究一个公司的产品、它的运作方式来展望这个公司的前景。他从不谈论经营。他相信应该把他的精力都用在研究数据方面：定量分析。他不想用那些他的读者们看不到的信息。

在比较定性分析和格雷厄姆的着重点在数字的定量分析时，我跟巴菲特谈起了烟民们对某种品牌的持久的忠贞——实际上也没有多大的区别——还有报纸的读者。那天早上我没有买某张报纸就是因为我不习惯它。我总是希望书评会在某个地方，公司的收入报告是某种形式。当我参观巴黎时(我在那儿生活了好几年)，我会回去读《国际先驱论坛》里的连环图画，而这是我在国内的报纸上从不看的。一个人往往会习惯于报纸的某种版面，就像对自己卧室内的家具一样。这就是说要一个人改变原来的习惯而阅读另一份报纸时，他是不会太乐意的。

格雷厄姆不相信这些观点，因为它们是主观臆测。相反，他建立了一套股票分析模型。举个例子，你应该在一个健全的企业在仅以它的自有资本的 2/3 的价格出售时买进，然后在市场价格达到它的自有资本的账面价值时再卖掉。这一技术使格雷厄姆和他的投资者赚了大钱，但却仍然不能使巴菲特满意，因为他发现这样的机械的投资方式都太相似了，以至于不能够满足团体人寿保险机构的要求。

我问巴菲特，他觉得购买些由《福布斯》杂志不定期评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估公布出来的“滞价证券”怎么样，巴菲特认为此举并不高明。如果你买入并持有这类证券，你的投资业绩就会和公司状况一样表现平平，这是因为这些公司的投资回报非常低，业绩很平常。要想有一个高的投资回报，就需要公司保持快速的发展。

要进行“格雷厄姆式”的投资，你就必须学会适时地卖出股票，否则你就必须确保自己持有的是一家能够一直保持快速发展的高成长性公司。

以学徒身份在基金管理人手下干了两年之后，巴菲特步入了他的辉煌时代，自己成为了一名管理人。他又第二次回到了奥马哈，在那里，他买了一套宽敞的房子——在这里开始了他的发展史——这座房屋位于一片树林的边上。从此，巴菲特开始了他自己的基金管理生涯。现在回想起来，巴菲特取得今天这样骄人的业绩是不奇怪的，因为他具有了充分的心理准备、对证券投资的执著追求，以及全面的理论和实践准备。不过，当时并没有人能够预见到他今日的辉煌记录。

谈到钱的问题，巴菲特觉得比起波士顿或者弗洛伦斯来，他更喜欢来自奥马哈的诸多优势。我之所以说是优势，是因为奥马哈（就像许多其他美国城镇）的每样东西似乎都有利于经济活动，没有有关庄重庙宇或华丽宫殿的各种传闻；没有稀奇古怪的书店；没有凉廊或供人享受的连拱廊；没有供恋人们休息的湖边长凳，没有博物馆或者宏伟的收藏馆。相反，有的只是办公大楼、太平洋联盟的终端、车辆租赁机构、农用设备批发商、机器工具公司。

我觉得巴菲特对奥马哈的任何一幢主要建筑物或者公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展和经营历史都非常熟悉。和巴菲特一起沿着街区闲逛，同时听他不停地讲述走过的一幢建筑物的历史和公司的发展经营情况，真是件饶有趣味的事情。

“我曾经在这里工作过”，他会说，同时看了一眼头顶上公司的牌子。“我看了资产负债表后，发现这家公司的销售利润只有5%，他们的库存要每6个月才能周转一次。”

“这幢建筑是在1946年被一家由沃特海姆公司建立的辛迪加买下来的，他们共花费了160万美元，首期花了80万美元，第二期花了60万美元。在他们买它的时候，这幢楼被全部租出去了，但其中大多数租户没有续约，不久以后他们就无法支付费用了。来自芝加哥的一家集团通过一项利息贷款偿还计划接过了这幢楼，即使他们没有建造它，我猜想他们最终会拿下来的。”

这些建筑中有些是用砖建造的，有些是用石头建成的；有的非常古朴，有的非常新潮。尽管我不敢肯定巴菲特是不是确实看过他们的设计或者记住这个颜色，但他似乎能够透过墙壁，进行动态财务分析：土地出租的地基，证券化的柱子，作为抵押的房屋屋顶，优先股的扶壁，它支撑的不是圆屋顶而是一个附属的可转换债券。你可以感觉到，在别的过路人盯着一幢办公大楼出口处的一幅壁画细致欣赏的时候，巴菲特深邃的目光会对墙上企业原始的计划说明书的最关键部分进行仔细的研究。

正如一位睿智年长的家庭医生能够在一位新病人刚刚进入他的办公室，还没有来得及坐下来的时候，就能判断出病人患有贫血症一样，只要扫一眼年度报告，巴菲特就开始急切地对报告全文进行评价，指出为什么库存过多或者没有足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够的回报。

简而言之，在本书中提到的所有投资人中，巴菲特是对其持有股票的公司的经营情况最为了解的一个人：生理组织，包括心脏、肺、骨头、肌肉、动脉和神经系统。巴菲特会说，对一个投资者来说，不去关心公司的经营现实状况是很愚蠢的做法。投资者应该了解公司的生产条件，消费者情况和劳资关系，现金流量状况，闲置资本的数量——以及与企业有关的动物现状。巴菲特认为华尔街那些谈论股票走势的人或者机构发起人是荒谬可笑的，他们既懒惰又愚昧，就像那些将天文望远镜搁置在一旁来讨论星占学问题的天文工作者。

他一般只考虑购买公司的小部分股份，开始时他总是这样问自己，“买下整个公司一共要花多少钱？在这个基础上，购买其1%的股份需要花多少？”他很少会考虑买下整个一家公司，即使是这样，他还要等到这些公司不被人们看好时才加以考虑。当然，即使是饭到嘴边，很有信心地购买公司股票时，每个人都必须确切地了解一下公司的真实价值，但巴菲特总是非常成功地为自己积累了大量的财富。

巴菲特合伙人企业

1965年，在巴菲特25岁时，他成立了一个由家庭成员组成的合伙人企业，资金10万美元。不久以后，他把他自己的所有资本都投了进去。作为管理者，在完成每年6%的资本回报率后，超出部分他分成25%。

随着合伙人企业的扩大，他的名声传播开来，资金也更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多地投了进来。霍默·道奇是一位物理学家，前大学校长，他善于挑选会选股票的人。在一次独木舟旅行中，他开着那辆车顶上放着独木舟的汽车拜访巴菲特。他是格雷厄姆的一个朋友，也是合伙人，他刚刚退休。道奇和巴菲特简单地谈了几句话，然后就立即签了一张支票，他成了巴菲特家庭成员以外的第一个合伙人。实际上他是非常谨慎和节俭的。即使是在91岁高龄的今天，他仍关注着投资，消费控制得较严，但也像所有杰出的投资者一样，他能够在需要的时候作出勇敢的决策。

每年巴菲特都这样写信给他的合伙人：

“我无法对合伙人就结果作出保证，但我能够而且确切作出承诺：

a. 我们的投资将以实际价值为基础，而不是看是否受大众欢迎。

b. 我们的操作方式将永久性资本损失（不包括短期行情浮动的损失）控制在最低限度。”

他的既定目标并不绝对，但是相对的：平均每年超过道·琼斯指数10个百分点。

通常，他购买一些低于实际价值的股票，但有时也会有一些合并套利交易。偶尔他也会通过谈判对公共事业公司或纯私人的企业购买超过控股权的股票。

1961年，他成了登普斯特米尔机械制造公司的主席。这个厂位于内布拉斯加的比阿特丽斯镇上，生产农用工具，是镇上最大的企业。1963年他决定出售这家企业，小镇筹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集资金帮助一个集团买下了它。登普斯特米尔仍在继续开工，但再也没有赢利过。

1965年，他控股了位于马萨诸塞州新贝德福德的伯克希尔·哈萨韦制造公司，这是个纺织品制造公司，已经长时间亏损运作，巴菲特对它注入了新的管理方式。今天他仍拥有这家公司47%的股票（他以前的合伙人拥有其余的35%左右的股票）。反过来，它也为巴菲特带来了很多主营业务以外的利润。对登普斯特米尔和纺织品企业的成功运作，帮助他树立了这样一个信念：永远不要买突然回升的企业。

通过伯克希尔，他买了许多公司：喜思糖果制造公司，一家邮品贸易的公司（热门邮品公司），几家保险公司，银行，另一家纺织品公司，一家经营储蓄和贷款业务的公司，一家日报，一家周报，最近他买进的是一家钢铁服务中心。他注意到，通过谈判来购买企业的效果，对一般的股票投资者想通过股票市场买入廉价股来说是做不到的。一个业主永远也不会像市场那样失去理智，因而在私人交易中他期望最多的是一个合理的价格而不是太大的价格。

1964年，他做了一笔也许对他来说是最惊人的交易，当时美国运通公司正因廷诺·迪安杰利斯色拉油丑闻而出现市场崩盘。在对这个公司仔细研究后，他认为那些损失造成的危害是有限的，因为当时运通公司的主营业务是信用卡和旅行支票，两者都没有受到影响，他买了很多股，然后就看着这些股票在5年内上涨了5倍。

1969年，股票市场空前繁荣，即便是垃圾股也能卖个好价钱，而巴菲特却再不能够找到便宜货了。

他给他的合伙人写了另外一封信：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对目前的情况有些不知所措，当游戏不再按你的方式进行时，只有人才会说新的方法统统是错误的，必然会导致麻烦……但在一点上，我是清醒的。我没有放弃从前那种我理解其逻辑性的方法（尽管我发现它难于接受），尽管这有可能意味着放弃轻而易举可以得到的利润来接受一种我没有完全理解、没有成功地应用于实践，以及有可能会导致资本产生重大且有永久性损失的方法。

巴菲特现在面临着又一个问题：他越来越喜欢他的主要持股公司，像伯克希尔·哈萨韦，而且一点也不想把它们出售，那么，显而易见地，这就使他和他的投资者们有了潜在的冲突，因为后者希望在该抛的时候就应该抛掉。巴菲特尽量避免购买那些普普通通的企业，但一旦持有他就不太想卖掉，而且一旦他投入进去，他就会喜欢上他的经营者们。

因此，在13年后，他决定解散合伙人企业。他的投资已经翻了30倍，客户增加到90多位，他的成功投资使他的总投资达到了1亿美元。巴菲特作为投资管理者应得的利润分成，再加上他自己的资本，他的财富已达到2 500万美元左右。他把钱退还给投资者，把按比例所得的伯克希尔的利润分发给投资者（当时他已是伯克希尔·哈萨韦的主席）。一些投资者被推荐给其他的投资顾问，有些人购买了地方政府债券。巴菲特写信给他的合伙人提到地方政府债券值得注意，详见第252页的附录I。

巴菲特清算巴菲特合伙人企业时，其中的一些投资者——清一色的离婚妇女——强烈要求清算。一位当时巴菲特向其推荐客户的投资顾问告诉巴菲特，他也有类似的经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些投资者一时失去理智是因为他们的日常消费超过了他们的工作所得，就非常依赖于投资收入，尤其是离婚的妇女。

在合伙人企业清算 3 年后，股票市场在 1973—1974 年陷入了崩溃。巴菲特（直接或间接通过伯克希尔）以较低的价格购买了那些他喜欢的“毛利润特权”企业较大份额的股票：在 8 美元/股买进 8%的奥列维·马萨尔国际集团，16%的公众互助公司股份，在 3 美元/股买进《华盛顿邮报》11%的股份，还有《波士顿环球报》、城市资本公司（一个无党派的电视台，也有自己的报纸）、《里德爵士报》、李娱乐公司、多媒体公司、平克顿公司。有些企业的股票随后上涨了 3～4 倍。他也买过一些银行和其他一些企业的股票，但它们在市场上的表现都不尽人意。只要他的主要企业的业绩良好，他就会对他的股票满意。在这个时候，他不再要求利润有多高，而是“放任自流”，而他自己也是在报纸、保险公司和其他企业中“玩着几个不同的游戏”。

他指出伯克希尔对一些公司的投资比其他的大公司买家要早得多，因为伯克希尔虽然是个投资管理公司，但实际上还很小，只能购买少量的股份，那么就不能控股。控股权的出售要价一般要比市场价高很多，因为你可以在市场上买到其他人持有的该公司的股票。

“如果谁一直想买普通股，现在时候到了。”1979 年年中时巴菲特这样说，“它们在向你高声呼唤。”如果那些正在购买其他公司的企业业绩正常的话，伯克希尔就获得了巨大的成功。如果它们的业绩碰巧很糟糕，伯克希尔也仍然会成功的，他补充说。

读者们如果谁想拥有跟巴菲特一样的运气——或者为自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的将来买个保险——可以直接成为伯克希尔的股东。附录Ⅱ是年度报告的摘录。在过去，你可以按市场价格打一个折扣来购买巴菲特喜欢的投资组合——等于免费获得公司的剩余——通过伯克希尔（我想这种折扣将来会消失）。公司的股票投资组合，在它的年报中列了出来，大家可以很容易地加一下得出每股伯克希尔公司股票的价格。紧跟巴菲特的另一个较为有效的方法是购买蓝筹证券公司的股票，这个公司也是由巴菲特控股的。另外一个方法（间接的）就是购买塞阔亚基金，这个基金是巴菲特在纽约的一个朋友比尔·卢因经营的，他也是巴菲特在哥伦比亚大学学习时格雷厄姆的学生。塞阔亚的有价证券组合（参见第 275 页的附录Ⅲ）经常同巴菲特的想法相同，我们可以比较一下：他们同样都在大都会公司、奥列维·马萨尔国际集团、《华盛顿邮报》及银行业有大量的投资，对公共媒体类的公司有相同的兴趣，对高科技股和迷人的消费品类股票都不感兴趣。

最后，我们来描述一下巴菲特所遵循的原则。在这些原则中尽管还能看到格雷厄姆的影子，但在过去的 55 年中，它们已经被不断地修改以适应当今社会中资本被削弱了的现实，这主要是相对于在快速的通货膨胀下劳工和政府的作用不断增强而言的。它们也显示出任何形式下的独特性和商业特权的力量的重要性。

肚脐眼上两英寸

巴菲特说，作为一个独立投资者所具有的巨大优势是：他可以站在本垒永久地等候一个好球，如果他想让球精确地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到达他的肚脐眼上两英寸而不是其他地方的话，他可以无限期地在那儿等，直到某个球真的打过来。股票市场的投资者是惟一一个适合这个道理的。你不仅能够等待廉价股票的出现，更为特殊的是你理解并懂得如何去买到廉价的股票。

在我试图解释这一观点时，我觉得有点自相矛盾，于是我去问巴菲特："你怎样去打败博比·费奇尔呢?"

巴菲特最终也无能为力："去和他玩除了国际象棋之外的任何游戏。"

作为最佳结果，竞争者永远也不应该从他的优势领域离开。

巴菲特注意到，人们可以通过限额投资来提高他的投资业绩，在生活中你可以把你的投资数量定个限额：比如说一年内投资一份，或者更少。他说，在生活中你没必要做到什么事都是正确的，只要你不做太多的错事就行了。因此你应该抓紧时间尽早做几个大的投资行动。萨缪尔·纽豪士想到了一个好主意，就此改变了他的后半生：买下和拥有重要的报纸这一商业特权企业。他从身无分文起家，到现在他的资产约有 10 亿美元①。

这就是时常所说的"刺猬谋略"，它与"狐狸谋略"是有区别的。狐狸，在传说中被认为是知道很多的小事，而刺猬则就知道一件大事。

---

① 在 13 岁时，纽豪士来到一位接管斯泰坦岛一家报纸的文职官员的办公室工作，每周的报酬是 2 美元。由于此间他深得这位文职官员的赏识，因此在这位官员去世后，纽豪士从中得到了不少的财产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“跑起来，你太差劲了”

很多次，投资管理者让这种优势流失了。因觉得必须要保持活跃，他不停地在落球点之间往返，而不是先保持一定的距离直到自己有确切的把握。他好像听到客户们在向他吼叫：“跑起来，你太差劲了！”

举个例子，当他八岁时，巴菲特以每股 38 美元买了 3 股城市设施公司优先股。他的姐姐也跟着买进了 3 股。不久股票跌到 27 美元，他姐姐每天都向他唠叨这事。后来股票回升到 40 美元，为了摆脱令人头疼的唠叨，巴菲特把他和他姐姐的股票抛掉了，扣除佣金，他获纯利 5 美元。股票不久上升到 200 美元，巴菲特永远都记得这个教训。

他指出如果他向他的合伙人报告说他们 40% 的资金都投在了美国运通公司，或者他非常看好白银的未来行情，他的合伙人就会很担心，同时会提出一些问题，邮寄一些材料给他读。如果运气好的话，他只是损失一些时间而已；如果运气差的话，他会被他们所影响。他说这就好比一个外科医生在做大手术时，一边做手术一边跟病人不停地闲聊。

他从不愿意和别的投资者交换情报，因为他通常希望再更多地拥有他的股票，当然是在股价下跌的时候。巴菲特说道，一个高尔夫球选手，不会希望为其他选手去打最后那入洞的一击，也不希望自己的球由别人来打。如果他向某个人提了个建议而且那人真的买了那股票，他会觉得要为他负责的。

一个真正有效率的投资顾问和他的客户之间的关系应该是没有太多的联系。且不说别的，如果他真的成功了，那也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在他不需要客户的帮助或者他觉得他们在妨碍他做事方式的时候——对巴菲特来说就是这样的。

投 资 者

巴菲特认为一个投资者要想成功必须符合以下 6 个条件：

1. 必须是有工作激情但不贪心过重，同时对投资的过程入迷。但是不能利欲熏心，不能性急。如果太爱财便会毁了自己，如果对钱看得太轻则不适合干这个工作。必须是喜欢这个“游戏”。对巴菲特来说投资过程比其中运作的金钱更让他痴迷，不管是以前的小额投资还是现在的大手笔都让他觉得很有意思。

2. 必须有耐心。他经常说，只要你觉得对某个股票满意你就去买，即使是证券交易所十年后关门也无所谓。买一个股票就是要想永久地拥有它，而不是因为你觉得它将要上涨。在一般情况下你不可能测定一个股票的正确价格，但在少数情况下，你能够做到，这就是你需要的股票。猜测股价的变动方向，从某种意义上讲，也只是猜测而已。他说，如果你对某个公司的看法是正确的，而且在一个合适的价位买了它的股票，最后你会看到自己对它的投资是正确的。

3. 必须会独立思考。草草记录下你购买的理由：“哈特－汉克斯公司的股票市值 5 000 万美元是被低估了，是因为……”[1]当你全写下来后，作出自己的决定，然后暂时到

① 可以参见第 43 页的脚注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此为止，根本不需要去同别人商量：对你来说没有任何委员会值得汇报。巴菲特认为，如果你没有足够的信息去做决定，你就先不要做任何决定。他喜欢引用格雷厄姆的格言："别人赞不赞同并不等于你对或者你错。只要你的信息正确，判断正确，就不用担心。"

4. 必须要有安全意识，有来自于知识的自信，不草率从事，不顽固不化。如果你缺乏自信，恐惧会在股价的底部把你赶出局。

巴菲特认识一个人，在 1941 年他还是穷光蛋一个。后来这人成为了特殊行业——自来水公司的专家，最后他都能知道一个人洗一次澡会对美国自来水工程公司的赢利有多大的影响。他最终变成了大富豪。

对于那些愚蠢的对市场过于敏感的投资者，巴菲特是这样举例来说的：那些不明真相的紧张的投资者在股价下跌时就想要卖出他们的股票。愚蠢之极，他说。这就好比你花 10 万美元买了一幢房子，而后你又告诉经纪人开价 8 万美元把它给卖掉了。

5. 承认对某些东西不懂。在他经营投资人合伙企业时，经常有人要巴菲特看一大堆的有价证券，他们希望用那些证券来加入巴菲特的合伙人企业，巴菲特会这样说："这个我不知道，那个我不知道，那个我不认识。我不要我不知道的那些有价证券，你就给我支票吧。"

6. 依照你所购买的企业的类型有灵活性地进行投资，但永远也不要以比企业本身价值高的价格来买。计算一下这个企业现在值多少，发展下去会值多少，然后问自己："我有多大把握？"十有八九你不能肯定。尽管有时候终场锣声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响起了，而你几乎就已经看到钱落到你的口袋里了。

没有人能够聪明到买一些他自己实际不想要的股票然后再通过把它卖给别人而赢利。“更大的傻瓜理论”——指你可以把买到的坏东西卖给比你更笨的人——中提到的更大的傻瓜也就通常是那个买东西的人，而不是他计划中的受害者。

在我们讨论过这些条件后，我再加上4条，这4条对巴菲特来说都是能够满足的，但对其他人就不一定要满足：

1. 在自己开始事业以前，有10～15年时间集中的理论和实践的培养经历——包括有数年在一个最伟大的投资者身边。

2. 是一个天才。

3. 相当聪明、诚实。

4. 避开任何大的让人分心的事情。

优秀企业

很少的企业是优秀企业——在全国来讲也就几个。那么它们的特征是什么呢?

1. 有较好的资本利润回报率。这不是通过做账做出来的，也不是通过大量举债经营得来的。

2. 企业是可以理解的。一个企业应该了解是什么激发员工在企业中工作的激情，还有为什么他们会去求助于他们的客户。即使是IBM这样的大公司，看起来好像是一帆风顺的，但也是经历过了改变自己特色的几个阶段。比如说一开始是电脑打孔卡片，然后是磁带，再后又推出了360电脑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统，把整个企业的将来都押在了这一系统的成败上。

3. 利润是现金利润。

4. 有较强的商业特权，并由此有较自由的定价。在当前，经济界真正受保护的领域是时间期限。如果你开了一家日本料理，成功了，那么它的旁边不久会出现 2 家、4 家、8 家甚至 16 家日本料理。它们的利润会逐渐衰退，老板也就只能是为了生计在打工，而不再是谋求业务拓展。

举个例子，美国运通公司有两个特权商品：一个是它的几十亿美元来自旅行支票业务的现金，这对公司来说就等于是从支票购买者手中借进无息的钱又把它们高息贷出去。另一个特权商品是美国运通信用卡。它的发卡量显然是第一的，并且不受价格波动的影响。当巴菲特看到运通卡的费用从每年 3 美元逐渐涨到 20 美元时，而且在色拉油丑闻中丝毫未受损失时，他意识到这里面有些微妙的东西。

5. 企业并不是由一个天才来经营。在大都会的汤姆·默菲成为通讯行业最能干的经理人员时，即使是那些普通的竞争对手也都干得相当好，因为这是当时的经济大气候促成的。

6. 企业的利润是可预期的。

7. 企业不是一些法令所要限制的对象。

8. 企业的存货少，资产周转率高。换句话说，企业需要少量的强制性资本投资。有很多高成长的企业在它们发展过程中需要大量资本的投入，而对于它们的股东来说却没有什么回报——这是投资者要反复不断学习的课程。

9. 企业管理者是按企业所有者的意图来经营的。巴菲特注意到当经营者不是按股东意愿来经营的话，人们会很快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉察出来，如果是这样的话，投资者最好是离得远远的。当控股股东在沸腾的市场上公开高价发售股票，而后不能履行先前的承诺，最后迫使公众投资者以一半的价格出让股票，巴菲特认为这是很恶毒的。他喜欢经营者把股东看作是合作者而不是对手。

巴菲特专门举了个让他比较厌恶的例子：肯尼科特公司发布消息给它的股东说，在政府的一再要求下，它的子公司皮博迪煤业公司要出售。公司管理层本来可以想办法把皮博迪公司的股票或者出售后的收入分发给肯尼科特的股东。然而，这样做会使公司的经营者失去支配近 10 亿美元的权利。因此，他们告诉股东们说整个事情太复杂了，对于他们这些外行来说是理解不了的，因此将由他们为股东们来全权决定——如果肯尼科特公司是美国钢铁公司或者是一个家族所拥有的话，经营者是永远也不会被允许这么做的。皮博迪公司在澳大利亚有一个子公司，同样的，对皮博迪公司的控股股东肯尼科特公司来说，它会允许皮博迪公司的经营者不经过母公司肯尼科特的允许把它的子公司卖掉而且任意调拨资产吗？巴菲特对此表示疑问。

他指出一个公司最主要的资产资源的运用应该是股东们所面临的主要问题。认为他们不能被信任来处理这个问题，或者认为他们不应该对收入的用途发表看法是荒谬的。至少他们应该有机会来表达一下自己的喜好。显然，经营者就这问题作出的决定要比股东们自己作出的决定缺乏可信度。

10. 企业的固定资产投资收益率较高（应收账款通常和应付账款相抵销）。这个只适合于某些企业的条件使很多看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来有高额利润但实际上很糟糕的企业露出了真相（比如说一些集团企业），股票的发起人在泡沫经济时代粗糙地（但是成功地）把一些普通的企业按投资界的流行方式包装出售，但这个条件却是伪造不出来的。

皮特里商店是世界上最成功的企业之一。巴菲特不明白皮特里是怎么经营的，但它确实是在无资本运营。

11. 最好的商业企业其成长性在其他企业中是鹤立鸡群的，而且只需要少量的资本投入，就像马什和麦克伦南处于那些大的保险经纪人公司之中，或者说处于世界上顶级的广告机构之中。

华尔街文本指数和其他投资技术

巴菲特建议，比起每股收益来，大家应该更加重视资本收益率，收益也就是由此而来的。每股收益和收益增长是可以通过人为操纵的，但整个资本的收益率是很难做手脚的。

我问他，买入那些边际利润和收益不断增长，或者得到机构的承兑支持，或者刚刚跨越分红等的公司股票，他觉得怎么样。巴菲特回答说，本杰明·格雷厄姆尝试了诸多类似的技术，发现最佳的准则是，以相当于公司营运资本较大折扣的价格买入这家公司的股票，在市场价格接近公司营运资本额时将其卖出。当然，一个人必须有足够的财务分析背景，这样才能有能力去分析公司的年度报告。

我指出，对于一位真正的投资者来说，缺乏市场可销售性并不重要，普通人不能真正了解流通性问题。“在那种情况下”，巴菲特回答说，“我也爱莫能助”。在这种条件下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们倾向的正确解决办法是一个好的共同基金。

巴菲特有一条理论，如果你预计未来短期无息国库券的平均收益是11%，道·琼斯则等同于账面价值；如果你预计它们的平均收益是8.5%，则为账面价值的1.5倍；如果你的预计是5%，则为账面价值的近2倍。当然，其中的诀窍是对未来的平均利息率要有一个合理和正确的估计。

巴菲特相信没有人会愿意老是去卖空，但如果有人这样做，那最好是卖空整个市场——各种市场股票——而不只是那些自认为价格过高的股票，这种做法四次中有三次是管用的，但第四次由于投资大众的追捧，高价位的股票被炒上了天，这时候他就急得只想自杀了。至于巴菲特本人，则对卖空毫无兴趣。

巴菲特说他从来没有看到股票的市场价格能够长时间偏离其内在价值。他倾向于在股市疲软时购入股票，如果自己买的股票涨幅达到了第8位，那他就会停下来重新考虑一下。他说对他而言，在一只股票上涨时买入它无异于是基督再临。这已经成为了全球最棒的主意（他把这看成是个人的偏好，而不是一项设计的技巧，如果他能用理智战胜犹豫不决的话，他的成功买入会更多)。

我描述说，当坦帕克斯公司的股票正在被大量抛售时，我走访了这家公司。主管财务的副总裁告诉我，在几年前公司收益率很低的情况下股票却以高出4倍的价格售卖时，他整天被证券分析师们包围着，而现在我是数周来惟一去找他的人。巴菲特指出有这样一条规律，当一只股票在《华尔街文本》近期的指引上没有被提及的时候，你往往可以很安全地买下这只股票，完全用不着去理会那些捧场的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在论及股票市场的交易方法时，我提到了马丁·索斯诺夫，我很喜欢他在《福布斯》的专栏和《征服华尔街》。巴菲特说索斯诺夫过于深奥的投资方法，虽然很吸引人，但其过于复杂，就像在桥牌比赛中，桥牌手都能看见别人手中的牌一样[①]。索斯诺夫描述买卖股票的方法只有那些天才才能明白，举个例子来说，当原先公开发行的休伊斯工具公司股票被华尔街谈论得最多的时候，索斯诺夫也在讨论这只股票的买卖。在巴菲特买入迪斯尼或者美国快递公司之际，实际上是不存在什么竞争的。巴菲特说，据他的了解，还没有人能够通过运用索斯诺夫所描述的方法而创造和保持骄人的业绩。

一贯的聘用方式

在讨论到判断企业管理者资格的时候，巴菲特咧开嘴笑了，推荐了一种"一线雇佣方式"："你是否是个狂热者?"一个管理者必须以百倍的热情来进行最好的工作；如果在工作时他心不在焉的话，他的经营业绩会显示出来的。一个好的管理者在花费上应该是一个吝啬鬼。他不需要价格昂贵的数据处理设备，甚至是也不需要一个便宜的。他很清楚他的

① 这样的比较也出现在《聪明的投资者》的第13章，"实际上每个人都是很棒的，但很少有人能够超越其他人而赢得成功，在华尔街，出色的市场分析师们天天可以很自由地交流和交换他们的看法，其结果就好像是在一场桥牌比赛中，每位牌手都把手中持有的牌摊开，然后聚在一起讨论最佳的策略"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用，甚至细到他要多少张邮票。巴菲特谈到了彼得·基维特，他被看作是奥哈马州工商业家中的领袖，他的企业也许是世界上最成功的建筑企业。在行政人员们的办公室里没有地毯，没有顾问，即使是老板礼拜六也上班。

巴菲特对管理者的年龄是否超过 70 岁并不在意。比方说来自他收购的伊利诺斯国民银行的吉恩·阿贝格，直到他 1980 年 81 岁去世时，一直在管理这家公司。另外他控制的两家企业也是由 70 多岁的人来经营的。

管理者应该感觉是在管理他自己的企业。巴菲特讨厌那些肥了自己而损害股东利益的企业管理者。举个例子来说，那些人一边告诉股东们 40 美元的投标发行价是很不适当的，一边却在之前或之后把公司的股票以每股 25 美元的价格卖给他们自己人（通过自由主义的股票选择权）；或者把股票以低于实际价值的价格卖出，以便能获得一个相对较高的财务收益；还有人没有在股价跌得很低时买回他们自己的股票，是因为他们想要扩张而不是收缩，即使是股东们在买回股票的过程中会受益。

巴菲特认为特莱迪纳的亨利·辛格尔顿拥有美国商业界最好的企业经营和资本扩张的记录。当我问他为什么不认为大都会的汤姆·墨菲也一样地出色时，巴菲特笑了笑说："其实，墨菲玩的是一个简单的游戏。"但同时也承认某些非凡的商业能力是玩这个"简单游戏"的关键。辛格尔顿的以巴菲特的方式（存货加资产）计算出的资产回报率是独一无二的。所有的四个主要的特莱迪纳的产业都是在激烈竞争的领域，而且都没有特殊的保护地位，但它们都取得了 50% 的资本回报率。即使是用保守的会计方法，这个公司的税后利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润也在2.5亿美元。

辛格尔顿在股价升高的时候买了130只被人们称之为“中国纸张”的企业。后来当股市和他的股票下跌时，他反向操作，在最近的8年间他没有买一家企业；相反，他通过买回自己的股票把他的资本从4 000万股缩小到1 200万股。

按照巴菲特的说法，如果挑出100位商业学校毕业的最好的学生，把他们的业绩加起来，也不会超过辛格尔顿，而他原来是一位科学家，那些商业学校没有能够研究像辛格尔顿这样的人是一种失败。相反，他们总是把麦肯锡公司提供的案例奉为经典。

在《华尔街日报》没有人跳槽

巴菲特认为《华尔街日报》是最好的特权商业企业之一，即使你花10亿美元也造不出第二个来（还有两个其他的企业是《电视导报》和《竞赛法则》，它们都对股价波动不敏感，这两个企业都是沃尔特·安嫩伯格所有）。《华尔街日报》是国内最赢利的出版物，对它的读者来说都乐意出双倍的价钱来买这份报纸。对广告商和读者来说都得到了价廉物美的东西，而对《日报》来说也只需少量的资本投入就可以得到持续的增长。

伯纳德·基格尔发现每一份报纸都跟它所在的城市休戚与共。惟一的问题是所有的城市都已经有了自己的报纸。于是他创办了自己的报纸，主要面向广阔的商业读者群，在他所统治的读者群中，没有贫民区，他的读者都有巨大的购买力。现在首页上的一栏、四栏和六栏是美国人读得最多的栏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40%

—— 沃伦·巴菲特

目。

当一位新闻媒体董事问一个在《华尔街日报》工作的朋友："为什么没有更多地把广告销售人员的报酬同他们的业绩挂钩?"那位朋友回答道："如果这样的话，那些推销员会跑到街对面去的。"

那位董事得出结论："在《华尔街日报》没有人跳槽。"

广告机构：特权营运企业

优秀的企业应该是大公司里的营运特权企业，这可以明显地从它的净利润中看出。大的国际广告机构就是一个例子，它们能在客户的广告费中得到1%左右的税后净利润，对它们自己的营业收入来说为5%左右。是客户而不是广告机构本身投入资金来运作。

由于有少数大的国际机构，将来新机构的加入会更少，因为现在是越来越难去挤占一份市场份额了。在这里J·沃尔特·汤普森控制了非常多的企业，以至于其他人只能到新的地区比如巴西或者中东去成立机构。较小的机构在做竞价时会有困难①。

本地的广告机构则是另外一回事。巴菲特不会去投资脑外科医院，但在梅奥诊所，他投资了，因为这个诊所的知名度很高。

① 另外，GM、福特、克莱斯勒、美国汽车和VW都建立了不同的机构，甚至肥皂公司、大银行、卷烟公司等也是如此，每一个大的国际性机构总是有生意的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对巴菲特来说，最顶级的5～6个国际性机构中的两个——公众互助公司和奥列维·马萨尔国际集团是极具投资价值的。在1974年，公众互助以低于每股税前收益两倍的价格出售，只有其实际资产市场价格的一半，尽管这家企业拥有经销埃克森、卡内森、别克和克诺莱特特许权的特殊优势。当时小的机构正以这种价格三倍的水平出售。不过从一定程度上说，这种情况比1932年时要好一些，因为到1974年时，这些公司自身显然是不会破产的。

电　视

广播公司都有极好的成长性并提供大量的现金。因此它们对私人购买者保持了坚挺的价格（巴菲特认为买下一个电视台对合伙人企业来说或许是个好主意，因为那样可以逃避公司税）。

它们的股票市场价值是另一个问题。1974年大都会股票的市值是1.25亿美元，但实际上它的价值至少是它市值的三倍。大都会惟一的问题是怎样来令人满意地处理它过剩的现金。巴菲特觉得应该用它来回购大都会的股票；我记得我的企业作为股东曾力劝墨菲这么做[①]。

对电视台的投资也并不是一点也没有风险。在理论上讲，政府可以关闭电视台要求重新申领营业许可证，但在现实生活中这几乎是不可能发生的。规章制度和新技术能够改变广播电视业经济。但目前电视台的算术是令人惊讶的：它

① 在我们的谈话后不久，这家公司就决定这样做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的营业收入中一半是净收入，不需要营运资本，只要少量的固定资产，除了一些可以通过信用卡购买的影带外没有存货。巴菲特为他担任校董的格林奈尔学院买下了俄亥俄州兑通市一家较大的电视台。1976 年买下时是 1 290 万美元，几年后就以买入价的四倍卖出①。

不好的投资

1. 巴菲特最不成功的投资是在零售业（包括邮票销售业），那是个他从未赚到钱的领域。除了他在几个零售业股票的投资失败外，他对霍克希尔德·科恩公司（一个巴尔的摩的百货商店）的协议收购也被证明是失败的。对这个领域你仅仅掌握一些数字和光对它进行密切观察是不够的；你需要有特殊的天赋才能理解其中所正在发生的一切。一个商店会年复一年地公布效益好的报告，然后便突然倒闭了，就像巴菲特好不容易搞懂的那样。（在本书出版前我同巴菲特再次交流时发现他又买了一个零售企业：又一次飞蛾扑火？）

2. “把自己都押上”的企业。就像洛克希德公司，他们不得不周期性地把公司抵押出去以维持业务。

其他要避开投资的企业包括：

3. 与农场有关的企业，它们有很长的生产周期（一个农业年），而且你不得不为那些总没有现金的农场主提供资

---

① 1986 年伯克希尔进行了它有史以来最大的一笔投资，即投资于城市资本/ABC 公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金[1]。你有可能会看到一些账面利润，但在纳税后，最后你得到的会是一堆令人头疼的应收账款。

4. 过分依赖于研究的企业。本杰明·格雷厄姆总是不同意华尔街的信条：在研究开发领域有压倒优势的企业才能在竞争中保持领先地位——就像默克公司，或者 IBM 公司（它每年的研究开发费用高达 10 亿美元）。格雷厄姆觉得如果一个企业不得不依靠大量的费用投入才能保持它的领先地位是一种软弱的表现，而不是强大。

对这个问题，巴菲特是这样看的：在格雷厄姆年代，有很多特权企业，它们根本不需要投入多少研发经费便可以保住自己的领先地位，但是现在的特权企业非常少，因此，格雷厄姆对研发型企业反感的理由已经不复存在。对巴菲特来说，他从未能理解那些高科技企业，同样也一点都不喜欢它们。

为此我也想说："普通投资者不可能去了解一个大而复杂的企业，因此，和试图去真正了解通用电气这样的公司相比，得州仪器公司历史上曾有的优秀的研发工作会给他们一种对将来前景期望更好的启示。菲利普·费希尔（我们将在

① 我给巴菲特讲了一个关于佐治亚州两位到电台作直播节目的农场主的故事。"吉姆"，主持人向其中的一位说，"如果你伯父给你留下一百万美元，你会怎么办？"

吉姆激动地说，"怎么办？首先我会去还清我的抵押贷款，然后换一台新的拖拉机，再把我小孩送到大学去，换一套新的灶间，然后再带着家人去实现环游世界的梦想。"

"那你呢，乔希？"主持人又问另一位农场主。

乔希似乎不能肯定，他摸了摸自己的下巴，想了想，最后说道："我想我会倾其所有，用于农场的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后面专门谈到）也不同意巴菲特的观点，他认为一个成功创新的实现是一个想为它的股东们创造利润的公司的基本前提，同时杰出的研究能使企业保持领先地位。

5. 负债型企业。一座没有抵押的房子明显比一座抵押出去的房子更值钱。

6. 连锁型企业。那些以几何级数增长但需要越来越多现金的企业。

7. 企业管理层不诚实的企业。如果他们不把企业的真实情况公布出来，那么巴菲特是不会同他们做生意的。虚假的年报是一种耻辱。如果犯了重大错误，或者企业存在某种潜在的危险，年报中应该坦率地讲清楚，而且合伙人之间也可以相互转告。但他们不是这样的，年报中都是一些乐观的数字和宣传——吹牛总比真话要多。

8. 长期服务契约。在谈到意外人身伤残保险时，巴菲特评论说有些人交了很少的保费但要为他提供很长时间的保险，这对保险公司来说是致命的。如果一个投保人残废了，你得给他签发支票进行赔偿，你还得付医生的医疗费、医院的住院费，你得付 20 年，这都是用你今天收到的一点保险费来支付的——简直是灾难（财产和人身伤残保险是巴菲特最大的直接商业利润来源，也是他的两项稳定投资——GEICO和 SAFECO 公司。假设在最好的管理下，保险企业的其他特性是能够应付通货膨胀的）。

保　　险

巴菲特认为，只要有利可图，任何一项你都可以去涉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，当然前提是要能保持一个高的净资产——即要考虑到资本情况。

评价人寿保险公司的一个最简单的方法是看一下它以前，比如说十年前的内在价值情况，然后再与现在比较一下，比较的结果几乎无一例外地总是不那么令人满意。

巴菲特说，即使是通过采用公司以贬值的美元来履行保险单责任和低得几乎不太现实的出险概率等方法，来评价人寿保险公司的收益情况，人寿保险也不是一个什么特别好的生意。要将未来的收入贴现为现值，即使将来的成本不会高，也无法保证现在账目上所记录的财务状况的合理性。那种用噱头推销“米老鼠”保险单倒是一个不错的生意——当然他也并不想去拥有这么一家公司。旅行者、大陆通用以及其他类似的一些人寿保险公司都不具什么吸引力。在它们赚钱的时候，部分进入被保险人的赢利账户上，这意味着一旦要兑现又会再次被征税。“‘长尾巴’的再保险是一项可怕的生意”，巴菲特说，“往往二十年以后还会碰到一些意想不到的保险事故责任，这种事情涉及到的金额可能会很高，再保险只有被卖掉以后才算是了结。在你有可能想要购买保险的时候，那些滑头的推销人看起来显得非常沉稳和谦恭，但他们会粘着你不放”。

风险投资

巴菲特对风险投资计划几乎没有什么兴趣。很典型的是，企业发起人邀请你提供所有的资金来从事风险投资事业，作为交换，你可以拥有一半到四分之三的公司股份。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，大多数创新冒险很快就失败了。

相反在市场低迷时，你可以以其即时价值的1/4的价格买下一家没有什么缺陷的公司，不需要替企业发起人承担什么责任或者去冒无法实现的创新风险。

举个例子说，巴菲特在1966年较早地买入迪斯尼时，这家公司正在以其价值1/4的低价出售给私人买主，当时公司已拥有一个在全世界都可以称得上是最富创造力的管理层。公司价值被市场低估主要是因为其受到以前的影响而积压了大量的存货，不过这种情况每隔几年就有可能再次出现，看来要完全避免是不太可能的。

"幸福500家"综合症

巴菲特说，如果能将总经理置于喷妥撒钠下或者绕到他们扩张的背后来观察其本质的话，你会发现这些高级管理人员往往热衷于使公司在《幸福》杂志500家最大企业的排序能挪前几位，而对公司的每股价值却并不怎么关心。包括银行在内的许多公司被弄得很糟，其原因是总裁们关心的是规模而不是质量，他们对公司在总体规模方面的排名变得十分的着迷。

位于旧金山的克罗克银行花费了超过账面价值大约9 000万美元的高价（事实上约为账面价值的两倍）购买一家处于困境之中、规模为自身1/6大小的圣地亚哥美国国民银行，而后克罗克银行以低于账面价值的价格出售自己的股票，以此来支付这项购买所花费的大部分费用。在这里，首席执行官（现在已退休）没有站在公司所有者的立场上来考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑问题，他要成为一名帝国营造者。为了以高昂的费用买入一家劣等的银行，克罗克银行以低价卖出了自己的一部分股票，银行家变得更重要了，而股东们却变穷了。巴菲特引用莫里斯·夏皮罗的话说："银行很多，而真正意义上的银行家却很少。"

巴菲特说，一家现金充裕的公司买入一项需要巨额现金的业务，就像是走向一位漂亮的公主并宣称道："我这里有位极度性饥渴的可怜人非常渴望能和你见面。"其实，一家现金充裕的公司应该去购买其他现金也很充裕的公司。

通常对公司来说，最好不要设立一个正式的收购部门：巴菲特认为其结果往往是迫于压力或者被误导而去购买其他业务。这个部门的成员常常只会是去迎合管理层内部的意愿。

银　　行

有一些行业不具备成为头等产业的条件，巴菲特指出银行就属于这少数的几个行业之一。重要的是你如何管理你的资产、负债和费用，与这些比起来，规模就算不了什么了。

他认为，如果你不瞎来，银行还是个不错的生意。然而不幸的是，银行又恰恰正好是一个充满风险的行业。你如何管理好那帮手中握有笔的热切年青人？他们会通过冒风险很快创造出一些收益，而这些风险却要在以后才会显现出来。

巴菲特对那种争着向不稳定的别国发放贷款的做法深表怀疑，这种信贷应该对近年来货币集中的银行收益增长负相当的责任。很少有哪个第三世界国家发展得有它们的借贷增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长得那么快，在一个人借贷的比它偿还的还要多的时候，它的信用看起来还会不错，但当这些国家为了偿还贷款而被要求削减服务和消费时，又会有怎样的反应呢?

在论及一个优秀的、坚强的、有条理的银行管理者和一个浪漫的、不切实际的、没有条理的银行管理者之间存在着什么样的区别时，巴菲特打趣地评论说，戴维·洛克菲勒会定期地宣称大通银行惟一糟糕的事情是他手下的几个高层管理人员。

巴菲特特别提到了他担任顾问的纽约的自由国民银行，包括大通银行在内的好几家大银行，1975 年在贷款损失前就出现了亏损，它此前买入了超出本身净资产额的纽约市政证券，即使存在巨额的赋税亏损而去买免税证券，也是不合理的。巴菲特说那些面向社会的商业活动也必须讲得通，半拉子的生意对大家都不会有什么好处。

一家少量持股的银行是在奥马哈，他们曾找到巴菲特以寻求支持。巴菲特告诉他们说如果他们能够筹措 25 万美元的现金，那他自己也会拿出另外的 25 万美元，他拒绝自己第一个拿出这 25 万美元或者接受他们的任何借据，他要求一定要是现金。他们最终拿出了这笔钱，而巴菲特也拿出了自己的那一份。他现在是这家银行的顾问团成员，在一位有能力的黑人管理者的经营下，银行运行良好，赢利颇丰。

商品投机买卖

我认为，华尔街的交易所鼓励那些小的投资者去涉足商品交易的行为是十分可耻和令人反感的，巴菲特也同意我这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个观点。他说个人有时能够分析出非农产品的长期价格趋势，这方面明显的例子是金属制品，如果一种必需金属制品的价格跌到了生产成本以下，那么其价格迟早会回升的。但日用农产品的价格会受到天气以及自然界其他不可预测的各种因素的影响，投资于这些农产品就存在着一个很大的鉴别力和眼光的问题了。巴菲特是依靠分析来取得成功的，因此他从来不去做农产品投资。

二十年来巴菲特只做过两次日用品交易，最近的一次是铜，还有一次是银的期货，那是在几年前，政府对银的价格还没有实行管制。每当约翰逊总统声称银价不会上涨的时候，巴菲特就会出去买回更多的银。在铜的投机买卖中，他在每磅 56 美分的价位上买了许多，尽管表现不俗的金属制品业股票有很多，但许多矿井正在关闭，最终铜的价格肯定会上升。在购买时不能买入太多，以保证现金交付的支付能力。如果你很有赚头地买入一种金属制品，即使最终会达到你的目标，但它一开始就可能会往下掉，如果没有足够的支付能力作保证，那你在中途就会被淘汰出局。

他发现，拥有实实在在的金属制品远比拥有一家采矿公司要安全得多。肯尼科特公司，举个例子说，花费了成千上百万的美元去挖矿卖铜，然后再将利润中的大部分用于越来越多的业务拓展和设备购置，最终消费者得到了所有的铜而肯尼科特公司只留下了矿井，这在理论上是有利可图的；但从实际看，大多数都是失败的。

最糟糕的事情是到南美去采矿。你花钱去挖掘矿井，安装设备，但不久就会有一帮警察出现在你的面前，命令你赶紧滚开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特如何买下整个公司

巴菲特用一个理想的价格买下了当时经营状况不怎么好的伯克希尔·哈撒韦公司，这家公司主要由巴菲特和他原先的合伙人控股。由于发展得不错，因此25年来它的每股收益和资产总值均取得了明显的增长。

因为对巴菲特来说，一只股票就是一笔生意，他首先要把它当作一项生意来分析，然后他可能会花稍多的时间和精力来买下这项生意本身。虽然方法是相同的，但他还是告诫你不要像做股票交易那样去做生意上的买卖。在与西伊先生会谈后的约三个小时以后，巴菲特和他就购买糖果公司一事达成了协议。为了购买伊利诺斯国民银行，他星期五赶了过去，在那儿呆了两个小时，很快他喜欢上了这家银行71岁的所有人吉恩·阿贝格，巴菲特对他说："如果我们达成了协议，我将作也许你并不喜欢的四方面的变更，我会丢弃掉四双鞋，但以后就不会再有这样的事情了。要是你接受这些的话，我会在星期一告诉你价格，如果你接受我的提议，星期四我将会带上支票和一份不需要你改动一个字的合同，在哈里斯信托公司和你见面。"阿贝格先生接受了这种变更，一项交易就这么做成了。在巴菲特购买国民保障公司的时候，杰克·林沃尔特在11：30去找了他，事情谈得这么顺利，以至于他们都没法将会谈暂停一下去吃顿饭；他买《布法罗晚新闻》则更是没有和公司的任何人会面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候债券要比股票好

对于高税赋等级的个人来说，购买免税债券的收入往往要比从购买股票上期望得到的税后回报更诱人。

在股票投资方面，每年能从分红中获取3%的收益就是一个很不错的目标了，再加上9%的资本收益，总计起来就是12%。然而，在缴纳50%的收入税和30%的资本收益税后，从分红和资本收益中所得就分别只剩下1.5%和6.3%了，税后总计回报为7.8%。当普通市场以其自身账目资本的比如说1.5倍进行销售时，期望的回报还要明显低于这个水平。

有时你可以从高质量的市政债券中得到类似的回报，比如说工业收益债券，这种债券还没有持有公司股票的那种风险。在这种情况下，市政债券要优于股票。巴菲特提到他曾经在K市场直接购得了收益为7.5%的工业收益债券，在税后这要比很多股票的收益强。

买一只增长非常稳定的股票，如施吕姆伯杰，然后再借进一些钱以维持这种证券投资组合所需要的开支，巴菲特认为这种策略怎么样呢？这意味着不用纳税，因为银行可以向个人的财产追缴贷款，从股票上得到的税后分红通常要低于向银行支付的利息。

巴菲特说，他从他父亲和本杰明·格雷厄姆那里学会了永远不要去借贷，这里面有一个很不幸的例子就是吉米·古德温，GEICO公司创始人利奥·古德温的儿子。他持有1亿美元的GEICO公司股票，据此他借钱来支付生活费用和从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事各项短期投机活动，以避免缴纳持有股票的资本收益税。在GEICO的股票暴跌时，他不仅失去了投资股票的资产，房屋也被依法公开出售。人们借钱主要是因为他们想迅速致富；巴菲特感到这种做法从一开始就等于是步入了死胡同，为什么要去选择这条路呢？

债券的流动性不是非常重要的问题，它的流动性要比股票大。如果能在一周或者甚至一个月将其卖出，那就足够了——这远比房地产的流动性要大，而卖掉一个农场又要花多长时间呢？

越是作为一个真正的投资者，他对流动性的关心就会越少。

华尔街：我不是把这东西卖给鱼的

巴菲特发现华尔街的股票投资报告很少有像私人拥有那样来讨论公司经营状况的：为什么我要把更多的钱投入到这笔生意中，而更重要的是，我怎样才能再把投资收回？巴菲特从来没有看到股票经纪人的公司报告能够像经理人员向公司个人所有者汇报那样，来讨论公司的生意，总体来看还没有发现有值得一读的。

巴菲特讲到了一个捕鱼人跑到体育用品商店的故事，他说这使他想起了华尔街。店员给了捕鱼人喂鲈鱼的奇怪诱饵、半打鱼钩、仿制的虫子；整个一个破烂商店。捕鱼人疑惑地问，“鱼真会喜欢这些东西吗？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店员冷冷地答道，"我不是卖给鱼的"[①]。

巴菲特不愿意去华尔街，一位被众人包围着的决策者发出口令说他要大赚一把，手下的专业人士便照章办事。然后体面的证券经纪机构便煞有介事、一本正经地传诵着这种"故事"，期望这种传言能够被人接受，并会像连锁信一样不停地传下去。

他说，在60年代套头基金盛行时期，市场就像是一个个的同心圆。投机性基金管理人员都想使自己能站到核心圆的最中心去，以确保他们买入的任何东西都能够在外围圈子里推销出去。他们并不真正关心这些东西值多少，甚至也不关心这个"故事"是不是真的，他们只关心能不能把东西卖出去。

"看看这些！"巴菲特大声喊道，打开以前的一份记录着曼哈顿基金持有股票的穆迪氏资料，都是一些格里·蔡式的低质量投资组合。"四季家庭护理公司、国民学生市场公司、美国财务公司、王牌能源公司、讲词提示器公司、职业研究公司、德尔托纳公司……尽是这些东西！"

我们把这些投资组合过了一遍，发现在约一年之内，有

① 这使我想起了这么一件事，一位快艇驾驶员吃腻了自己煮的食品，四处找地方吃饭。一次他把快艇停在了小河湾后，便来到了百货店，提出要安戈斯特拉苦味酒。店主记得好像在地窖里还有一些那种东西，他们打着灯下到了地窖，在搁板上还真找到了一瓶。快艇驾驶员注意到在地窖的墙边堆满了一袋袋的盐，当店主在整理的时候，他问道，"镇上有罐头食品厂吗？这边堆的盐好像太多了"。店主愣了一下，然后转过头来盯着他说，"老兄，我是没法卖一撮盐的，但卖盐给我的人，他也能够卖盐的！"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半数以上的股票不是贬值90%就是已经破产了（具体清单可参见278－279页附录Ⅳ)!

“这些都是老百姓的储蓄啊!”巴菲特说，“人家还以为这家伙是个分析师呢!”①

他说，华尔街将会为此付出代价的。

未　来

巴菲特怀疑这个世界能够摆脱原子弹交易来拯救自己。美俄两国期望通过“帕格沃什行动”来增进两国的理解，但巴菲特认为这是不可能的。尽管读过不少研究资料，但根据自己的经验，巴菲特觉得人们在面临危机时往往并不会采取理性分析的方式。如果一大帮自高自大的人中的任何一位都可能会使这种事情爆发出来，而随时随地大家的看法会发生冲突，在有些情况下一切就有可能会失去控制。如果我们有999次都能够幸免于难，但总还会有一次是逃不过去的；即使有99.9%的成功率，也无法保证避免灾难的发生。

我曾经问过在余下的日子里他打算做些什么。他讲他已不想再管理外来的资金，事实上，整天坐在桌子旁边忙于股票投资也是很不明智的，少做一些看来要更有利一些，在做生意方面他很喜欢和合得来的人一起工作。他非常希望能成为《华盛顿邮报》的董事，并极为羡慕它的董事长凯·格雷

① 巴菲特后来说，在格里·蔡列出的目录册第17页关于“投资的原因”中提到，“我相信王牌能源公司在3年内是不会破产的，因为……”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厄姆和出版人唐·格雷厄姆。他并没有什么特别的办法来解决世界上的问题，但他相信自己非常了解如何来激发和鼓励人们及各种组织。

我问他是不是愿意在一个规范的委员会里工作，他回答说这取决于他能持有“多少票”，他喜欢将自己的想法付诸行动，但如果被限制去这样做的话，他就会变得不耐烦的。

他发现幸福来自于小小的改善而不是一步登天。整天能够使你高兴的不是住进宫殿，而是给你现有的住房再增加一个房间。他信奉“精英出自于机会的均等”。继承财富是一种“社会不公”①，这些人只是因为生来就遇上了好父母而天生就不需要为“吃饭”犯愁。由于巴菲特一贯抱有这样的思想观念，所以他宁愿把钱用于基金，而不愿留给他的儿女们。

大美国总在为未来设计宏伟的“蓝图”

就我看，巴菲特最重要的个人信息是他对标准的美国庞大的重工业发出的警告，他多次呼吁应该避开这些需要持续巨额投资的工业，其中大部分正处于困境之中。

这个起因是竞争，政府的过多干预②，劳动力成本的上

① 很显然，那些有天赋的人，总是希望能够通过发挥个人的潜力来出人头地；那些生来就有钱的人，要学会精打细算地花祖传的遗产；那些社会地位比较高的人，则要遵循上流社会的各种礼仪。

② 国会总会计局估计 1980 年一年各项政府商业法规的直接与间接费用为 1 800 亿美元（原文如此），行政管理和预算局执行机构的估计为 1 300 亿美元，两种估计都说明这种成本要远比想象中的收益来得高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升及其他类似的问题。其征兆是这些大工业中的大部分企业只是为了维持生意所需要的钱，比他们在支付合理的分红后所能保留的盈余要多，为了能够继续呆在一个地方，像印度或者埃及，它们需要不断地注入新的资金。可以肯定的是它们不断发行的新股票有分红，发行的新债券有利息，但这些分红和利息支付基本上只是一个引诱投资者购买新发行证券，从而导致亏损的导火索。投资者总共只有一次从外面看到自己资本金的机会，“昨天赚，明天赚，就是今天赚不到钱。”

因为资本的筹集基本上是通过无止境地发行需要分配红利和支付利息的新股票和债券，至少在考虑到货币的客观贬值之后，得到的分红往往是微不足道的。

巴菲特指出，在经历 70 年的经营后，福特汽车公司在税后支付给股东的红利很少，其价值只相当于它 600 多万辆汽车生产量中的 10 万辆。有这么些的钱，庞大的厂房设备和相当高的产量，但在高成本、高税收和激烈的国际竞争的影响下，所有者能得到的甚至达不到公司产出的 2%。

据我看，这在某种程度上正是美国资本主义的微妙之处，所有者被诱使将越来越多的钱投入（或将越来越多的利润再投资）到工厂里面，但又没法取出拿回去就能花的净赚现金。这就像利用水老鸦来捕鱼：在它们的脖子上系条带子，这些水老鸦会很起劲地潜下水去捕鱼，尽管鱼塞满了喉咙，但它们实际上无法吞下去，而是都被老板拿去了——就美国公司的这个例子来说，好处都被政府和其他人拿去了，而惟独没有股东的份。

巴菲特认为，如果投资于“大烟囱”企业，由于这些重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业的淘汰比它们的贬值还要来得快，因此要想得到一系列连续的、强制性的权利提供，实际上你只能投入更多的钱以维持你的股权份额。这些公司不是将它们的赢利以红利的形式分配给股东，而是将这些赢利保留下来用于扩大生产能力，以此来更换迅速老化的机器设备或者对付竞争。伴随着产出增长的反而是边际利润的进一步减少，公司主营业务的真实赢利能力甚至是下降了。

我的结论是，作为一个结果，持有一家不能支付足够红利的“重型”企业的投资者，是不能真正充当公司中平衡私人和公众所有权的掌管人的。持有的几乎都是一些铁路和诸多公用事业，化学和国内石油公司以及许多在国外的公司。

巴菲特进一步指出，持有的几乎都是资本密集型产业：平淡的生意，企业赢利水平难以保证所有者维持他们的购置权，更谈不上能获得真正的投资收益了。

正是鉴于这个原因，巴菲特觉得除了出于防御需要外，报纸不应该去建立自己的新闻纸生产企业；在市场上购买这些新闻纸要相对便宜一些。

在论及美国航空公司时，巴菲特提及它的资本让渡（包括出租仪器设备）每年只有一次。这样，为了使股本资金的净收益达到10%，公司在销售方面必须实现近20%的税前销售利润率。事实上，这家公司在销售上没有达到近20%的销售利润率。实际上，如果能达到20%的水平，那就将会是所有产业中最高的。

我注意到，为了维持业务的发展，通用汽车公司在80年代必须要筹措150亿美元的新资金；这超过了整个公司的卖价，也超过了它将要支付的所有红利，真能说它是在挣钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？根据其自身的账目情况，美国电报电话公司通过重复的权利出售甚至是更大数量的债券出售，以在市场上发行更多数量的股票，它就必须保持其红利的增长。如果美国电报电话公司从市场上获取的钱要超出股东们从公司净得的分红，那么在支付自己的税收后，他们真还赚钱吗？

有一次，当一家公司正在以其重置价值 1/4 的价格在市场上出售时，巴菲特与这家资本密集型大公司的领导人见了面。

巴菲特问这位总经理，“为什么你不去买回你自己的股票呢？如果你乐意以 100%的价格买进新设备，那为什么不以 25%的价格买进那些你非常了解和有把握可以重新使用的设备呢？”

总经理说：“我们会的。”

巴菲特问：“是吗？”

总经理回答说：“不过我们不是要在这里做。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二 保罗·卡伯特

——现实主义者

大家一致认同，保罗·卡伯特在波士顿的机构投资者中独领风骚（尽管也许不是华尔街的每个人都同意，波士顿仍然是信托投资的梵蒂冈）。

保罗·卡伯特管理哈佛大学的基金已经有17年了，在此期间，其财富从2亿美元到10亿美元，增长500%，其中还不包括资本增值。他还创立了斯泰特大街管理与研究公司，作为合伙人约有50年了。该公司操作证券投资基金、捐赠基金和个人债券投资基金，最重要的是斯泰特大街投资公司，它是美国首批证券投资基金之一，自1924年以来它已经经营半个多世纪了。如果你当初购买市值1 000美元的股票，到1980年达到约10万美元，其中包括股息和再投资资本获得的分红。确实极少有资本管理者具有类似骄人的记录。

即使没有这些差别，卡伯特理所当然地仍被评为波士顿商业舞台上的伟人之一。在年轻的时候，卡伯特被选举进入最有势力和资格最老的美国金融商行J.P.摩根公司的董事会（摩根先生的办公室就坐落在华尔街23号的底层中部，但他不容许来宾或者秘书与他接近，谁也不敢）。在一个董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会会议上，卡伯特玩着一个大的紫色发光体出现了，在他的前额有一道伤痕。一个随行董事恭敬地对他的伤表示同情——大概是在狩狐时跌倒受的伤吧。

“基督徒，不!”卡伯特咆哮着穿过会议室。“你有没有喝过假酒?”在另一次摩根董事会会议上，卡伯特坐在现代化的通用汽车公司创建人艾尔弗雷德·P·斯隆身边。在斯隆管理下，现代特大企业的许多做法被创造出来了，其中有集中财务控制分散经营管理，把资本返回情况作为管理者的基本职责并对管理者进行考核，在市场价格范围内美国通用汽车公司不同种类的汽车在关键处的系统定位。

对这位身材高大，衣领挺括，态度严肃并肩负重任的圣人，年轻的卡伯特向他提出感兴趣的问题，“如何把它经营下去?”

斯隆有礼貌地开始叙述，他和他的财政委员会已经获得在完全自有的供货商如费希尔，和不同地区如布伊克和克诺莱特之间达成共同发展的政策。

“不，不!”过了一会儿卡伯特打断他的话，“别理会那些！我想知道的是什么时候你才能赚到很多实实在在的钞票?”

如果你在波士顿问他们，保罗·卡伯特是如何做到的，他是否炫耀或像水手一样打探，或给他母亲惹事，他们都说同一件事：“我想不会的，他好像总是那样。”

卡伯特最美好的光景是在 1972 年。几年来福特基金的麦乔治·邦迪一直通知他，让他到美国的大学去大量投资其基金，以使他们迅速“上升”，然后充满刺激地生活，以便从有价证券上得到“总回报”：不仅在定期收入方面，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从市场价格上涨方面也获益——即使市场不应是如此。这是一个多么任性的时代!

该基金是美国大学赠品的主要私人来源，这些听起来数量可观的钱交给在乔治亚州萨凡纳的信托管理委员会。当叫到这些孩子般的十字军的时候，会有许多人很整齐地排成一列。福特基金的公告正好在牛市的顶峰出来——只有在此时人们才会失去理智而相信这些——诱惑了大量美国学校来了解这块宝石——而基金本身，后来被迫放弃了其 1/3 的业务[①]。耶鲁输了；哈佛，的确是哈佛，经受住了诱惑。校长和同僚们开始惊讶是否有某些不可思议的东西在控制着。

穿过横穿波士顿的查尔斯河，保罗·卡伯特驱散了迷雾。不再做哈佛的司库，他给大学校长写了一封严词谴责的公开信，它在管理层、教员和学生中广为流传，至今这仍是教育界和投资界生动的一幕。

这里是这封信的内容（我已经省略了一些统计数据和例子）：

尊敬的博克校长：

我已经听说您和哈佛股份公司的其他成员正在考虑采取一项政策，除了利用大学捐赠基金的所有收入外，还要利用

---

① 设法计算一下基金从大学得到的支持，是否要比基金给大学带来的回报多，即总的回报情况，是很有意义的。很可能，在越南已经平息争端，亨利·福特基金会退出的喧嚣声已经被遗忘，但邦迪进行的“总回报”投资运动将会在华尔街继续存在下去。概括起来，这一时代的非现实主义与欧文·费希尔教授的著名观点极其相似，股票在股市大崩溃之前恰好达到“永恒的高点”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动资金（特别是资本增值部分）。

我写这封信的目的是为了劝阻您采取这种危险的、不公平的、不明智的，并可能导致灾难的政策。

自从1636年哈佛创立至今，我们基金经历过（不是短期）物价高涨和美元的贬值，如通货膨胀。我猜想您和公司的其他成员会同意我的看法，即将来这种情况将继续下去，无论如何极端徒劳地想方设法也至多只能稍稍减慢目前相当快的通货膨胀率。除非哈佛和其他学会和个人认识到这一点，并如哈佛过去所做的一样为之作准备，预料到将来确实会导致灾难性的结果。如果一个人花费了资本，显然将来极少有机会继续赚钱，这实际上相当于掠夺未来以应付眼前。当然这种传统做法诱惑着现在的任何在职者。在这种错误的政策不可避免地出现问题之前，他可能已经死了或者老早就已经退休回家不干了。

您的两位先辈，我侍奉过的哈佛董事长，总是百分之百地支持我不去花费资本。确实，“有益于”我们个人自己的收入，事实上每年要比我们赚取的收益少好几百万。

1948年6月30日，哈佛总公司和专业投资公司的市值超过耶鲁约1亿美元。到1971会计年度末，这些基金的市值约为：哈佛，13亿美元；耶鲁，5.47亿美元。哈佛投资额比耶鲁多出7.53个亿！这是如何得来的？在这一时期赠予哈佛的资本较多，但这不足以解释如此大的差距。投资政策为此做了很多，但很重要的一个事实是在许多年来，每年省下了很多钱，耶鲁则减少了资本。耶鲁现在定期执行一个政策，这个不幸的政策是通过数学符号公式来掩盖和含含糊糊地作出的。简单的事实是：耶鲁的政策是花费资本……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能剥夺未来使现在的生活更舒适还有另外一个重要理由，那样可能会对捐款人和馈赠者产生很坏的影响。大多数捐赠基金的赠送者推测并希望（并且有时候法律上确实规定）资本保留而不被浪费。

我认为所有的学院和大学已经进入了财政困难时期——哈佛也许遇到的困难很少，这得益于过去明智地保持资本的不流失和不断增长。

让我们面对现实，不要去走浪费资本的路而应致力于降低费用，在这方面是大有可为的……

最后，我恳请您和哈佛管理层的其他成员不要成为慢慢绞杀哈佛这只肥鹅的一伙人，它在过去为哈佛下了如此多的金蛋。

我希望这封信能广为公开，期望通过它来劝说哈佛和耶鲁的前辈和朋友们，乞求前者不要步入这种危险和导致悲剧的道路，后者则要迷途知返。

您真诚的

保罗·C·卡伯特

卡伯特赢得了那场战斗，常识和丰富的阅历又占了上风。哈佛—波士顿的传统不仅最后战胜了耶鲁—纽约的传统，而且保证了哈佛在本世纪末仍占据优势，现在耶鲁至少一代人或两代人是没有办法在财政上赶上哈佛的。这意味着哈佛具有更好的受赠地位，更多的奖学金，更大的图书馆，更聪明的一群人才，对美国和世界更具影响力。但是注意不要太得意了，哈佛！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由卡伯特的公司管理的最大证券投资基金——斯泰特大街投资公司的记录，记载了极少数几个熟练的、连续的成功例证。这家公司是由卡伯特和他的合伙人——当时他们都是二十几岁——在 1924 年创立的。初始资本是 32 000 股，计 100 000 美元，每股净资产值为 3.125 美元。到 1928 年末，其价值已上涨 7 倍至每股 23.95 美元，基金已上涨至 1 200 万美元。到 1929 年末，其每股价值降到 21.80 美元，但基金的规模上升至 1 700 万美元。在 1932 年末的大崩盘时期，每股净资产跌至 10.685 美元——在那个时代这并不是一个坏记录——基金缩减至 700 万美元，那是一个低点，直到 1943 年每股净资产（包括股息分红）回升到 1928 年的水平，那时基金为 4 700 万美元。

从基金的发起到 70 年代中期，如果把资本所得进行再投资，原先的一名投资者在 50 年间所拥有的钱（税前）翻了 100 倍（包括红利）。如果说每股从 1924 年的 3.12 美元上升到 1928 年的 23.95 美元并不算特别稀罕的话——因为这段时期是不同寻常的，而且当时基金规模还很小——那么，基金开始时按其业绩计算大约在 8～9 美元之间，然后在过了约 50 年，如果将分红计算在内，并假定将资本利得归入股份的话，总的收益将是原先投入资金的 50 倍。如果错过了 30 年代末或 40 年代初后才加入基金的话，则在 40 年中投资者的收益大约增长了 40 倍。

近些年基金的业绩虽说再没有以前那样显著，但仍然是骄人的。在 1975 年前的 15 年间，与标准·普尔指数 55％的增长相比，基金升值了 94％。

很明显，在我们关注这样一个全过程时，可以发现，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长一段时间以来的数千次投资决定中，没有哪一次或哪几次的交易显得特别地重要。事实上，业绩的取得是基本的投资方法在发挥着作用。

那么，鲍尔·卡伯特的基本方法是什么呢?

如果向鲍尔·卡伯特提出这样的问题，你总可以从不同的角度得到一个同样的回答，即：现实和细心；细心和现实。

“首先，你必须了解所有的事实”，他说，“然后，你就必须面对这些事实”。有时，他还会继续嘟哝道：“千万不要想入非非”。

他总是奉行如果一个人要成为现实主义者，那他就必须对现实有一个全方位的了解，言下之意是必须上到了一定的年纪。随着年龄的增长，一个人会变得越来越谨慎。而年轻人则是乐观主义者，他们常常提出不切实际的收益估计，同时总是认为什么事情都会是十分美好的。一个人越年轻，他的机会就越多；而如果一个人的年龄越大，则得到的经验、教训就越多。“我只是在年纪较大时才得到了信心，因为我经历过了太多的萧条、衰退、战争和其他的事情了。”

如果你到波士顿投资圈里去问一问那些前辈们什么是鲍尔·卡伯特的投资技巧时，你总能得到一个同样的回答，“他真是太小心了”，他们会说，“他总是那样地一丝不苟，不厌其烦”。

你能在斯泰特大街投资管理公司找到鲍尔·卡伯特。公司明亮现代的办公室几乎已是波士顿一幢摩天大楼的顶层，在你进入公司时，一位漂亮的接待员就会接过你的外套，并把它放在一个隐蔽的衣橱里面。一切都显示出 20 世纪——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至是 21 世纪的高效率。

然而，卡伯特先生自己的办公室则是另外一番景象。一进他的办公室，我就仿佛置身于 1948 年他在哈佛任助教时的学习环境，门后边挂着一个旧卷笔刀，几张简单的木椅，木衣架上挂着一件灰色的外套和一顶波士顿帽，一个玻璃书橱里放着一些商业类的图书，而卡伯特先生自己就坐在一张普通的大桌子后面，他是一位身体结实、脸色红润、近 80 岁的老人，身着一件灰色带马甲的新英格兰呢制服。

我问他哈佛有价证券究竟做得如何，这些业绩有没有将资本增加和减少的因素充分考虑进来。

"嗯，" 卡伯特说，"我接手基金是在……"，他犹豫了一下，趴在桌子上打开一个很大的烫金红色皮盒子，那显然是件较为普遍的退休纪念品，"1948 年，几乎所有那些糟糕的事情都变得很适宜了"，他咕哝道，一边摆弄着盒子。"记不住具体的日子了，当我于 1965 年离开时它已经增长了 500%。在它快结束时哈佛注销了一幢建筑物，这是对的，因为从财务角度看它们是个负担，恰好捐赠的数额与建筑物的价值十分接近，因此这个 5 倍与捐赠的真正增长大体上也是一致的。当然，这些是在十分不错的时代，今后将不可能会再发生的。"

我甚至问到了他以前二三十年代的情况是怎么样的？

卡伯特苦笑着给我描述了他在旧时的交易。

"我要告诉你那时我们的研究理念。在我最初的两位合伙人中有一位是我的堂兄迪克·佩因，他的父亲，也就是我的伯父，是位通用电气的创始人，同时也是一位富有才华的优秀发明家。佩因和他的父亲都有着很强的判断力。这位老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人通过杰克逊 & 柯蒂斯从事经纪业务，我们的‘研究’思想就是有位在J&C公司的朋友告诉我们佩因的父亲——我的伯父在做什么。如果说他正在购买美国油气电力公司，我们的朋友就会告诉我们，于是我们就开始研究起这家公司，然后我会去找这位老人并说，‘伯父，您知道，我对一只股票很感兴趣，它就是美国油气电力公司’。‘是吗?’我的伯父会说，‘我对它也很感兴趣，事实上，我还很有点喜欢它，我认为它将不会只升20%那样的水平，我想它将会翻倍，而这就是原因’。因此我们就知道万事皆备了，那就是我们所谓的‘研究’!”

“我们起初很大的一笔买卖是克莱佛特——你知道，这是一家乳酪公司，克莱佛特老人是在芝加哥的家中开始他的整个事业的。原先他常常驾着辆马车到处兜售东西，后来他发现了一种制作乳酪的方法，这种乳酪闻起来有一种十足的牙膏芳香味。我自己很喜欢天然一些的乳酪。不管怎么说，当我们买这家公司的股票时它的销售量是200万～300万美元，而今天已达到了20亿美元！当时我们不喜欢进入某一家公司的董事会，但我们现在这样做了，因此我们邀请了我们一位叫吉姆·特林布尔的朋友代表我们加入了克莱佛特公司的董事会，他是一位非常耿直的人。”

“克莱佛特先生是位虔诚的基督徒——他从不吸烟和喝酒。有一次我们来到了芝加哥，大家都呆在德雷克宾馆的一个房间里，吉姆·特林布尔双腿平搁着躺在床上休息，我们则喝着烈性威士忌酒，抽着雪茄烟。这时克莱佛特先生走了进来，他告诉我们说他刚从哈尔西和斯图尔特处借了200万美元，特林布尔从床上跳起来，并跑了过来。‘就那些狗娘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养的?'他说。但这还不是最糟的，克莱佛特解释说，作为协议的一部分，哈尔西和斯图尔特还得到了公司一半的选择权。特林布尔和我说他真是个大傻瓜。我们指出哈尔西和斯图尔特将卖掉手中的债券以获取200万美元，同时保留他们的选择权，这将会给他们带来半个公司。但后来的情况并非如此。他们将选择权交给那些购买债券的人，从而在几周内使债券的价格升至票面值的160%！我们真是服了克莱佛特，他是个好商人，但他对财务管理一无所知。”

“那都是以前的事情了。事实上，数年后我自己进入了这家公司的董事会，那时候公司已经占有了美国2/3的乳酪品市场，而且在董事会上坐在了克莱佛特先生的边上。”

“‘特林布尔先生现在是怎么看我的？我还是个大傻瓜吗?'这位老人问道。”

“‘我想他还没有改变观点，克莱佛特先生'，我告诉他说……”

“在我开始这项业务时，人们对普通股票还不抱什么信心，他们总认为股票是个舶来品，风险太高，不适合稳健的投资者，债券也是如此。我所听到的第一次正式把股票描述成合适投资对象的讨论是由一位叫埃德加·劳伦斯·史密斯的小伙子提出的，文章题目叫《普通股票——一项长期投资》，这是第一次。不过奇怪的是，埃德加·劳伦斯·史密斯本人从来没有买过股票，他死于暴力。”

我告诉卡伯特我觉得成功的投资最重要的是要认识真正的价值，他表示肯定。但是我问他，在没有人能够认识到的时候，如二次大战后普通股票的回升，是不是还有什么共同的至今并没有被人们认识到的特性？可能没有，他回答说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于斯泰特大街公司，现在正努力追求尽可能高的利润，当然不期望有什么奇迹。

那么，特别的股票呢？在二级市场上还有另一支潜在的IBM吗？

“不大可能，IBM是惟一的一只，我们斯泰特大街投资管理公司花费了600万美元购买了这只股票，现在已经值到2 750万美元，我们也不可能再买了。”

“我喜欢多姆石油公司。”卡伯特继续道。他把手伸进桌子，打开一个硬封皮里的一张很大的、计算机打印的计算结果，同时将其展开在自己的膝盖上。多姆取得了非常稳定的收入增长——从1975年的3.20美元到1976年的4.75美元。特别吸引我的是他们这个企业是第一个去位于北极洲的蒲福海，在那里，他们从1975年开始运作起来，我想那是在这一年的8月份。我不知道他们是如何安装好设备并钻井的，但不管怎样他们做了。在他们新近所钻的两口井中，有一口是干的，但另一口找到了大的油气田。这使麦肯齐河三角洲变得好像比陆地更富油气。

“多姆公司极具发展潜力，同时你可以从他们稳定的经营中得到一个好的、固定的收入增长。”

他心里合意的股票又具有什么样的特点呢？

“最重要的品质是有能力的和诚实的经营管理。最糟糕的是遇上像伊瓦尔·克罗伊德这样的无赖骗子。”他又提到了几个当代人的名字。

“其实，你需要选择一个繁荣的和真正需要的行业，吉姆·沃尔特就是很好的一个”，他指的是一家家庭建筑公司。“我们当时花了300万美元，现在已经值到950万美元了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它运作得很好，即使在目前它仍是被低估了。”

我们谈到了乔治·帕特南，一位传奇式的人物，是他成功地将卡伯特推上了哈佛大学财务主管的位置上，我还问到了卡伯特是如何看待美国最大的保险经纪人——马什 & 麦克伦南的，帕特南的一家企业——帕特南管理公司，现在是它的一家子公司。就我看“马什 & 麦克伦南”是极具吸引力的：运行良好，经营资本额要求低，是同行中的佼佼者，亚历山大 & 亚历山大以及其他一些保险经纪人也是如此。

卡伯特耸了耸肩道：“我了解服务性企业，前些年这些企业都没有什么资产。我的一位朋友麦库姆·弗莱明翰，他领导着第一波士顿公司。有一天，他宣布他们将减少分红，甚至不分红，我忘记是哪一个了。而后我却听说他们在董事会上通过了提高工资的决议，所以我对他说，‘你们真是乱弹琴，凭什么提高你们服务生的工资而同时减少我们的分红？如果你们不分红，那工资也应该降下来——或者最起码也不应该提高啊！’

“你知道这个人跟我说什么？他说，‘除了服务生我们就再也没有什么了’。”

我指出保费收入在持续增长，同时这种类型业务的电子化也在进一步地增强，但计算机并没有提价——事实上，它反而变得越来越便宜了。

我问卡伯特保险怎么样，这是美国销售量最大的产业。

“对保险我从来没有搞清楚过”，他说，“反正我是肯定不会去买它的”。

“现在，我喜欢的一只股票是休利特－帕卡德公司，我的合伙人乔治·贝内特认识休利特本人，他认为休利特是他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所见过的最棒的一个商人。我们已经买了许多这种股票，它是很不错的。”

由于休利特和帕卡德都临近退休了，因此我提出了继任的问题，你不知道将会由谁来替代他们。

“这么优秀的一位商人也会像关心每一件事情一样来关心他的继任问题的”，卡伯特说，“不管怎样，他们自己也有很多股票，他们会对继任者的管理非常关心的”。

“目前市场大概有十亿美元的市值”，我说，“不过，历史告诉我们不要对继任者寄予过高的期望，树阴底下是长不出什么来的，让我们去追求最好的”。

作为他偏好的一个行业例子，卡伯特举了药品行业。斯密克兰是他的公司所持有的药品类股票中最大的一支，虽说是新近才买了的，但这支股票已经翻了一倍。据我判断他们能把握住这个机遇，一定是与他们有一位很优秀的药品分析师有关。“是的”，卡伯特说，“前不久这家公司的管理层出现了变动，我们把宝押在了新班子上”。

卡伯特还提到了斯泰特大街公司持有的 ABC 公司股票也已经翻了个倍。“这是一家运作非常良好的公司，这一切都是因为有了尼尔森公司。目前大笔的广告收入，按一定的比例分别被 CBS、NBC 和 ABC 三家公司瓜分，ABC 的广告单元时间比其他的要少两分钟左右，也许还有一些其他方面要稍差一些。但 NBC 已经落到了可怜的第 3 倍，ABC 则位居首位。因此我们估计 ABC 将会增加更多的单元时间。

“至于大陆罐头公司，那也是一个很不错的公司，我曾经是这家公司的董事。它的最大问题是制罐业本身——那已经完全是一堆落叶了，尽管他们已不再扩大罐头生产了。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前，他们开始涉足造纸业——也许这将促使企业摆脱困境。”

那么投资的最大危险是什么呢？

“通货膨胀，这是一个全球性的问题，我们对此无能为力。我们也有可能会走上英国和意大利的老路。看看这些国家的政府预算赤字——高得惊人！对此，我是一个极度的悲观主义者。记得我在哈佛担任司库期间，我们有一位簿记员在20年间一直拿着一份固定的工资。他做着同样的工作，他也不指望提高薪金。你肯定希望得到提升，但这不只是一个一般意义上的提高。如果你的工资水平每年有一些提高，但同时生活开支每年也以同样的幅度在提高，那么实际上你什么也没有得到。但如果将通货膨胀因素考虑进去，你又将如何改变它呢？”

我回答说改变人们的观念就像是发生一场大的动荡一样严重，它的影响丝毫不比失去一场战争或者发生社会动乱小。那它会带来一些什么样的冲击呢？我想，这有可能会导致社会保障体系的崩溃。如果进行清算的话，它现在就已经是破产的了。总有一天，金字塔也会倒塌的。

“他们只会是多印一些钞票，”卡伯特说。

我注意到这将最终会给整个社会带来毁灭性的打击，正如有些国家已经发生的那样。

那我们怎么来对付通货膨胀呢？

“如果我知道，那我就是神了。”卡伯特回答说。

在这样一个大环境下，你怎么使资本保值呢？

卡伯特说，将来投资者很难在通货膨胀情况下使资本能够真正保值。我告诉他说，罗思柴尔德中的一员曾声称如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能保证他的财富中的1/4能实实在在地传给他的后代，他将愿意接受这种合同。

“那你是如何为自己投资的呢?”

“我有一大堆高信用等级的市政债券，不是纽约……而是一些有着很强责任心的城市，像我居住的尼达姆（位于马萨诸塞州）以及牛顿（也在马萨诸塞州）。我一般短期持有，并不断地更新。”

我指出通货膨胀一般在市政债券偿还前就起作用了，这就意味着一个人的资本在实际价值上还是有所损失的。

“确实是这样，但对于许多股票的红利来说也是如此。”

对于这一点，我不得不承认。有许多的分红被声称是在资本之外的，以此来吸引投资者购买这种股票。事实上，任何一只股票的收入增长是赶不上通货膨胀的。在这种程度上讲，你的股票分红只是一个尚未征税的资本利得。

卡伯特有位精通艺术并进行了这项投资的朋友，并且做得似乎也很不错。但是，他说：“对别人手中的精品画我也并不了解。”

我注意到与人们一般的观念相反的是，大多数艺术作品从被首次卖出后，它们的实际价值呈稳步下降趋势。

要发现一些价值升得比通货膨胀还要快的艺术品就像要找一个百岁老人那么难，这对于大多数普通人来说是很难做到的。

我问在斯泰特大街公司投资的股票名单上，他最喜欢的是哪一只。

是那些只有很少很少劳动装备的，他回答说：“但我不知道。用我的方式来判断，也会有失败。你知道他们会说些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么，当警察搜查妓院时，他们会带走所有的女孩子。也只有在经历了整个过程后，你才会知道什么叫金融大恐慌。比如在大萧条时期，迪尔从 142 升到了 147，我的合伙人佩因想在 147 的价位上卖掉它，因为他说这家企业的生意快不行了。我试图劝阻他，但也无能为力，他还是把它卖了。你知道后来发生了什么呢？一夜之间又突然改变了主意，令人意想不到的事情发生了，第二天上午他又在 150 的价位上买进了这只股票！相信没有多少投资者会表现出如此的灵活性。”

我问卡伯特斯泰特大街公司是不是总能把握住市场走势——低位买进，高位抛出。

“不”，他说，“那是运气。如果你走运，你就会赢；如果你不走运，那你就只能是输。最好是什么呢？我来给你讲个故事”，他补充道，“在 1929 年股票市场达到了峰顶，在经历了一段时间的低迷后，市场又有了很好的起色。在回升时期我们当时持有约 60%的现金和 40%的股票，在美国突然取消金本位的时候，我正在佛罗里达州。有人给我打电话，我对他们说能买多少就买多少，佩因也同意了。因此一天之内我们持有的股票份额就从 40%上升到了 90%，在接下来的二三个月中，股票翻了个倍。当然，那天所选定购买的股票是几乎花费了我们一年的时间才选定下来的”。

我问他有关投资管理方面的道德问题。“我认为没有一个十全十美的办法来处理道德问题。我们曾一度拥有一些酒业类股票：申利公司、国民酒业公司等等。有时我们会从我们的股东那里收到一些反对的信件。我们解释说斯泰特大街公司会以合法的方式来为我们的股东们挣钱的，酒业生意是合法的。如果有哪位股东要将维护道德原则置于法律原则之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的话，那他只能选择卖掉他所持有的斯泰特大街公司股票。这种事情只发生过一次：佛蒙特州一位持有 100 股左右的老妇人这样做了。”

我问他这种将社会目标置于投资的次要地位是不是与他在哈佛大学担任司库的那段经历有关，另外，如果今天在哈佛持有诸如南非黄金等类股票，会不会碰到什么问题。“丝毫不会。”他回答说。

“记得我在担任司库期间，《绯红色》的一些编辑会在晚上给我打电话，他问我哈佛是不是拥有中南公用事业公司或者密西西比电力和能源公司的股票。我回答说是的，他说他希望我们把它们卖掉，原因是这些公司歧视黑人。我告诉他说他真是一个小人，因为我的一位合伙人就是该公司的董事会成员，他刚好了解到在对待种族问题方面公司是那一带做得最好的。‘跳河去吧，…见鬼去吧。’我说。”

我问卡伯特如果他持有股票的那家公司确实在某些方面，比如雇用童工等方面，有不好的记录，那他会持什么观点。

“那对他们的生意会很不利，我们将会试图说服他们改变做法。”他想了一会儿又说，“总的来看，生意总是很道德的。”

我感觉生意至少是与政府一样道德的，甚至更为理性和诚实。

“它比政府要道德得多。”卡伯特强调说。

但什么是他最喜欢的呢？抑或所有的都一样……IBM？那是一家能用 1 美分给你带来 20 万美元的公司，更重要的是，这将有助于你克服通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我的建议是”，卡伯特回答道，“如果一家公司能够比别人以较低的价格或者较好的质量提供商品，那么，它就会是可以考虑的”。

快到下班的时间了，卡伯特从他那张普通的桌子边站了起来，走向挂衣架，穿上他的灰外套，戴上那顶灰色的波士顿帽，我们离开他那门后边挂着个卷笔刀，有点类似于他在哈佛学习时用的办公室，进入斯泰特大街公司现代化办公楼中又长又通风的走廊。在我们经过时，英俊潇洒、充满睿智的经理人员们和他打着招呼。

“晚安，小伙子们。”卡伯特说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三　菲利普·费希尔

——投资工程师

菲利普·费希尔是旧金山老一辈投资顾问中最有名的一位，尽管他总是尽量把他的客户数量保持在最少。“噢，是的，《普通的股票和不普通的利润》。”谈到他时，人们一般会提到他的第一本书。他的经验和老到给他自信，使他具有独创性，还有更重要的是耐心。如果你告诉一位资深投资者费希尔是得州仪器公司最早的股东，他的收益中的一大部分来自它的利润，而且他至今仍保留着这些股票时，一定会肃然起敬的。

费希尔待人友善、宽容，而且彬彬有礼。他个头中等，瘦瘦的身材，有点轻微的佝偻。他有着一张瘦削的、带有学者风度的脸，暗褐色的眼睛上带着一副无框眼镜，有高高突出的前额和退后的发线。他有一张富有幽默感的嘴和一双大而尖的耳朵。他总是瘦瘦高高的。由于他的头发一点都没有变白，他看起来比 70 多岁的年龄要年轻许多。

他的父亲是一位外科医生，很早就让他接受学校教育，而且他的教育也很成功：费希尔 15 岁就上了大学。费希尔的父亲认为一个人早餐时应该吃些热的东西，费希尔不喜欢茶和咖啡，因此他早上一般喝一碗汤，再加一个橙子和一片

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烤面包。许多年过去了，他还是保持着这一习惯，每周一次为他一个星期的早餐作准备，而且总是用相同的配料煮汤：两罐坎普贝尔牌的豌豆汤，两听西红柿，还有一听……他记不清了。“我妻子给我买的。”他解释道。

午餐他让他的秘书到外面去买一些法式面包；他过去习惯从放在一个抽屉里的广口瓶里弄一些花生奶油涂在面包上，后来他发觉这样挺麻烦，所以现在就用吃一口巧克力代替，那样子就像一个法国学童。他偏爱吃甜面包，但不怎么喝酒。除了对自然科学知识感兴趣和周末在家修剪花园外，他没有其他业余爱好，也没有特别喜欢的运动比赛，或者特别的户外活动兴趣。当他回家后他就换上一身旧的运动衬衣和裤子，坐在靠背椅上读神秘谋杀类的小说。

他从约 50 年前就从事投资顾问这一职业，在他现在的办公楼里他已经工作了 35 年。这期间他和他的办公室都没有太大的变化。但他作为一名具有独创性、造诣很深和无悔彻底的投资思想家的名声，和他所管理的有价证券的价值不断上涨一样，也渐渐响了起来。

他的办公室较小，没有标牌，位于旧金山米尔斯大厦 18 楼。室内是一些简单的钢制和塑料的家具：一张普通的已经磨损的办公桌，桌上只有一个白色的人造革笔筒，地上铺着浅褐色的地毯，墙上装饰的是他朋友画的唐人街的水彩画，还有一幅是明亮红色的宝塔，墙上还有一个马赛克拼出的盆景和他妻子做的日本灯笼。除了一部电话和一个电子闹钟（被拨快了 7 分钟）外，房间里没有其他东西，没有文件，没有计算器，没有盒子，没有照片，没有大事记或其他的装饰性的小东西。在一些投资圈内甚至有人认为费希尔的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办公室没有窗户，事实上并非如此：从他那里可以眺望到旧金山的商业区。

费希尔不喜欢贵的东西。他一直穿着一件二十多年前买的外套，他的汽车是1966年产的老式6型车，里面没有收音机和不必要的装饰。这并不是他特别喜欢那辆车，他只不过觉得没有必要换辆新车。由此可以看出，在其他所有方面他往往也是非常守旧的。

他和他的妻子战争时期相识，她来自一个南方的小镇，聪明、善解人意，还有一手非凡的园艺技能。

当他结婚时，他买了一所房子，决定买这房子他只查看了大约20分钟。当他的小孩出世时，他买了一所更大的房子，他几乎是在第一次看到时就决定买下来。他和他的妻子都爱上了它那别致景象：尽管它前面临街，但房子后面有成梯形的场地，从那儿可以一直望到海滨的小山丘。

可惜的是，他们不久发现，夏天他们得在看得见风景的窗户上挂窗帘，以防止太阳的直晒，但这样他们也就看不见山上的风景了。费希尔没有改造或卖掉这房子，他只是简单地用推土机把它铲平，在上面重新建造了一所全新的住宅，下面是卧室，上面是起居室。这样的做法有点像是圣马特奥中所做的一样。

费希尔的生活始终围绕着他的家和办公室：他的工作，他的妻子，他的孩子（费希尔的儿子，肯，跟他父亲一样，也成为了一名投资顾问，但他有自己的公司，他和其他人一样也觉得他父亲有点守旧，让人难以理解），他的孙子。他每天早晨6点钟起床，喝每天必喝的汤，然后开始打电话。纽约股票市场开锣时，就到办公室去。他的朋友们已经习惯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于看见他每天在上下班的火车上读《华尔街日报》和一些商业类出版物，而不跟他们聊天。

虽然他比较敏感，但实际上他喜欢谈论几乎所有的话题。与对其他事物一样，他对政治有一些常识性的见解，他觉得现在的年轻人变得越来越保守了。在选举中他支持那些许诺要减少政府浪费的竞选者，但他往往又对他们随后的行动表示失望。一次他雇用了一个秘书，但她却不能胜任工作，他用他平常的和蔼可亲的方式告诉她，他会让她一直呆到她找到另一个合适的工作为止。安排她来工作的中介机构说他们有好几个空缺，于是他就让她走了。随后他就比较懊恼，因为那个姑娘并没有得到另一份工作，她一直领了6个月失业救济金。

菲利普·费希尔作为投资顾问正式挂牌营业是在1931年3月1日。在圣丹佛商业学校毕业后一年，他在旧金山的一家银行的证券分析部（后来被称为统计部）找到了一份工作。不久之后，在胡佛宣布经济繁荣即将到来时，他转到了一家股票交易公司工作。但不幸的是，公司没有等到胡佛的话成为现实就倒闭了，费希尔发觉他又一次失业了。那时候他觉得他应该自立，于是他抓住了这个时机来开始他的事业。

在开始他的事业旅程时，他发现了两个意想不到的有利条件。一个优势是，他可以经常性地跟那些商人们交谈（由于他们平时也没什么事，他们很乐意和他聊天）。有一次他打电话给一个公司的行政官员，那位官员跟他说他刚看完体育版的新闻，而且也还不想回家，费希尔就跟自己说："为什么不让他过来看我呢？"他成了他的一个长期客户，后来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他透露给费希尔：如果晚一年他就不可能见到费希尔，因为那时他会非常忙。

在1931年开始个人事业的另一个优势是：几乎每一位潜在的客户都对现有的顾问不满意——只要他手中还有一点资金的话。

在圣丹佛商业学校学习时，其中有一门课使费希尔得以跟随他的教授每周去访问在海湾区的公司，因为教授已经帮助许多公司改正了经营方式中存在的问题，这些公司的老总都愿意和他们认真地谈论他们的经营情况。那时费希尔有一辆汽车而他的教授没有，因此他自愿为教授开车，每当开车回家时，他们会谈论每一个公司的情况。后来费希尔说，那每周的一个小时，是他曾经受到的最有用的锻炼。

在他们到过的公司中，有生产水果罐头机器的安迪生-巴恩格罗弗制造公司以及生产果园和农场用的杀虫剂喷雾机的约翰·比恩制造公司。费希尔告诉他的教授他认为这两个公司在他们见过的公司中看起来最有前途。在1928年这两个公司和伊利诺斯州的一家制造蔬菜罐头机械的工厂合并，合并成食品机械公司 。它的股票在1929年的经济景气中急速上扬，但在经济危机中再次同别的企业一样崩溃。

当这位新挂牌的投资顾问——菲利普·费希尔在1931年开始和潜在的客户打电话的时候，他抓住机会就跟他们讲他看好食品机械公司。但在随后的几年中这个股票没有令他们满意，实际上它的表现落后于大盘。直到1934年底，它急速上升，成为牛市中的宠儿，这次牛市在1937年达到最高点。由于它逐渐成为股市中的领头羊，那些当年他曾经给他们介绍过这个股票的人也逐渐想起他来，渐渐地他们给他更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的钱来经营。

费希尔一直持有食品机械公司的股票。直到 60 年代，公司开始走下坡路了，公司的管理看起来也不太好，而且一些投资也让人觉得不够明智。于是费希尔先卖掉了 1/4 的股票，然后更多——约总数的 40%，他事后坦然承认当时卖得还不够多。

1973 年初，鲍勃·马洛特被任命为公司新的董事长。由于费希尔和公司的长期关系，他得以在马洛特上任后几个星期就有机会同他会见了一个下午。费希尔很生动地把他认为食品机械公司里一些需要改革的地方告诉马洛特，马洛特赞同其中的大部分观点，但两人对其中的一些问题也争论得很激烈。费希尔喜欢那样，那让他觉得他并不是在拍马屁。马洛特同时认为要挽救食品机械公司就像是要让一艘军舰调头，事实上只能慢慢来，要有几年时间。在马洛特和雷蒙德·托尔的经营下，公司果真变得景气起来，虽然慢但很成功。费希尔也买回了他的股票甚至是更多。

费希尔的第一个办公室是用 25 美元租来的，有电话但没窗户，和屋主之间只有一块玻璃相隔。1932 年他每月收入 2.99 美元，1933 年大约每月 30 美元——还不如他去卖报纸的收入高。1934 年他渐入佳境，到 1935 年他已经是如鱼得水了。

在谈到二战时的经历时，费希尔喜欢说他把时间都浪费在官僚作风上了。他当时在陆军空军军团，在得州、阿肯色州，内布拉斯加地区和堪萨斯州负责防卫，通常是冬天在北方，夏天在南方，“我都成了候鸟了。”他说。在战争期间，要想在军营附近找一处住所是相当困难的，许多军官也从未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能给家里找到一处满意的住房。那时候出租房子都不需要登广告，房主只需要简单地看一下报纸上需要住房的广告就可以了。另一方面，房主们不太乐意把最好的房子出租给军队，因为他们有时会把房子弄得一团糟却拍拍屁股就走路了。

费希尔用意想不到的方法把这个问题给解决了。在阿肯色州及其郊区，加利福尼亚兵有着较好的声望。于是费希尔每到一个新地方就在当地的报纸上刊登这样一条广告："来自加利福尼亚的部队伉俪渴望一套合适的住房，保证一流照看，他们在加州自己的家中习惯于使用精美的东西，敬请提供确实吸引人的住所。"这种一成不变的做法总是灵验。

费希尔在军中的工作有时忙有时闲。在他清闲的时候他常常考虑战争结束后他准备干什么，最后他决定在回去工作后他做的第一件事就是找出美国最好的化学公司。

在他复员后，他经过 9 个月时间的认真仔细的研究，精选出 3 个。最终他选择了道氏化学公司，1946 年他买了这家公司的一些股票。

1947 年春天，他通过道氏化学公司的一个重要客户被介绍给了这家公司，在会见了公司的管理人员后，费希尔确认这些人是他所遇见的最出色的，他说，就凭这，他也不会改变他的主意了。在 50 年代随后的大约七年时间里，公司并没有表现得很突出，但费希尔没有失去信心和耐心，也没有卖出一股股票。自那以后，道氏公司取得了传奇般的成功，费希尔也重点长期持有着这些股票。

斯蒂芬·霍顿是标准·普尔公司的一名行业分析人员，他在 1954 年第一次跟费希尔谈到了得州仪器公司，在费希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同更多的人谈论过这个公司后，他对它越来越感兴趣。一天他在跟埃米特·萨洛蒙（当时先知证券公司的经理，后来的克罗克国民银行的总裁）交谈的时候，他告诉萨洛蒙尽管他对这个达拉斯的小公司还没有了解到要去投资的地步，但根据他所知道的情况还是比较令人心动的。萨洛蒙觉得很惊奇，因为他和他的妻子在坐船去夏威夷的途中正好碰见了这个公司的总裁埃里克·琼森，当时他们的船舱靠在一起。最终萨洛蒙决定去拜访琼森的公司，并邀请费希尔陪他一块去。

当时摩根·斯坦利正好在建议得州仪器公司的四个发起人卖掉一小部分股票来做不动产生意，萨洛蒙和费希尔考察后，先知证券公司和费希尔的客户就成了得州仪器公司当时三个买主中的两个。由于是在三大股市崩溃时的底部买进的，这些股票成了费希尔最主要的持有股之一。

费希尔用同样的方式发现了摩托罗拉公司。一个路过旧金山的投资者跟他提到了摩托罗拉公司并说这个公司很值得注意，费希尔代表他自己和他在消防员保险基金的朋友考察了该公司，公司给他留下了很深的印象，他和消防员保险基金都买进了摩托罗拉的股票。一年多之后，消防员保险基金告诉费希尔，他们雇请了一家纽约银行对他们的投资组合进行重新评估，该公司将他们拥有的财产、土地、股票分成三等："极具吸引力"、"有吸引力"和"不具吸引力"。而摩托罗拉公司被排除在外，这家银行认为，摩托罗拉公司是属于不值得在上面花费时间的一类。但随后直到现在，消防员保险基金告诉费希尔摩托罗拉股票是他们所持有的表现最好的一只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些股票——食品机械公司、道氏化学、得州仪器公司、摩托罗拉公司在费希尔的投资组合中占着很大的比重，尽管它们在熊市中像其他股票一样下跌，但在股市平稳或上扬时的表现比其他股票更为突出。

费希尔作为一个投资者跟他作为一个投资方面的作家是不一样的，作为作家他提出了判定几乎所有公司是否值得投资的准则，但作为一个投资者，引用他的一个主要观点："我不想要一大堆好的值得投资的地方，我只要一两个突出的。"他把他的眼光集中在很窄的几个相关企业，而且也不打算再考虑其他的公司。显然他是不想成为万事通，但也不想一无所获。

在我跟他谈话时我发现了这个问题。当时我同他谈起了适合他的准则的几个公司：美国快递、A.C. 尼尔森和美国烟草公司。

对费希尔来说，他感兴趣的公司应该有出色的管理水平和各方面都强大的技术先导。他不想向那些符合大众口味，靠广告来影响消费者的公司投资，尽管他也同意影响消费者也是一门艺术，但他觉得自己还是无法认同它。

他的品位的确与一般人不同，这使他丧失了很多挑选优秀的消费性企业的机会。他也发现他和他妻子特别喜欢的某些系列节目，总是因为不适合大众口味而被电视台停止播放。当我听说这件事后，我认为这很自然。因为一位著名的投资家应该有不同于大众的思想。关键的不同在于：当人们错误时你是对的，如果可能的话，是惟一正确的。我想起了我在《哈佛讽刺》杂志当编辑时提出的一个略带灰色的观点："如果我们喜欢的东西，订户会不喜欢。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两条理由使他避开保险公司或其他金融性公司：首先，在某些技术领域内有很多的“交叉联系”使他能够从与一个领域的接触延伸至另一个不同的领域；其次，他熟悉制造业。他觉得自己涉猎的领域极广，因此即使不深入到那些他没有十分把握的领域，他也能得心应手地进行多样化的投资。

费希尔坚持投资在科技领域的例子有时也不完全发生在科技先导型的公司。比如说，他 60 多岁时在投资者普遍对煤炭企业不看好的情况下，买进了一家煤炭企业的股票。他认为这家公司在煤炭的提取和运输方面有显著的优势，比如说煤炭在驳船和多车厢列车上的应用。当然，他也经常看到一些投资者用他的理论，在一些他从不涉足的领域取得成功，比如他的儿子在零售企业领域的投入就很成功。

我问他为什么他不是个技术专家却能够去评估技术型的企业，他说在任何领域，各种资源和知识都是慢慢积累起来的：触类旁通。这个道理同样适用于消费品行业、金融和其他专业领域，但是没有人能同时精通数个领域。

就整个市场来说，他指出很多投资者（实际上是投资管理者），他们从未见过一次真正的牛市，1966 年道·琼斯指数首次冲上 1 000 点，从那以后直到 1982 年没有什么大的上升，与此相反的是，有三次比较重要的下降：两次是道·琼斯指数的大跌和一次一线股的崩盘。

为了说明急剧变化的牛市的机会和陷阱，费希尔讲了一个故事。1932 年，他觉得普通股票很便宜，就开始买进，当时他还没有形成他的投资哲学。

其中一个买进的是 RCA7％的优先股，每股约 15 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那个价位上，如果该公司真的能够兑现优先股红利的话，投资者一年可以得到投资总额50%的回报。当企业在发展之际，股市也开始转向，那些股票的价格上升了1倍。费希尔在每股32～33美元之间把股票抛掉，这件事简直使他在他的客户中成了英雄。然而，那个股票几乎涨到了每股90美元，这差不多是他抛掉时的3倍。那一段时间他这个股市"英雄"脸上露出的却是苦乐参半的表情。

费希尔的一个主要的观点是：想要赚大钱的话，你可以投资一个优秀的企业，把股票一直捂到这个企业发展壮大。最终你的股份的价值会远远超过你开始买进时的价格，市场价也会达到能真正反映出真实价值的价位的高点。当然，你必须买那些有真实潜力的股票，而不是不管三七二十一地看到上涨的股票就买。

他嘲笑那些做短线的想法。他说在他一生中，他只看到一个做短线的商人真正赚到了钱（很多专业投资者却不能明白这个道理）。费希尔一直把追逐短期目标看作是在投资中犯的最严重的错误，对投资者或他投资的企业他都这样认为。因此，他坚持认为，管理者首先，也是最重要的，是给企业制定一个长期的目标，并且只有这个企业的管理者始终献身于这个企业，调动所有的有利因素来达到这个目标，企业才会得以发展。

费希尔对"保守"这个词有他自己的定义。对他来说，一个保守的投资者是通过现实可行的方法使他的资本得到增值，而并不是无功而返。人们通常把一些对著名大公司的投资看作是保守的做法。但对于费希尔来说，老的著名公司已经度过了它们的全盛时期，在国际市场上正逐渐地失去它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的领域，这不能说是稳健的投资。应该说，一个稳健的投资者投资的是一些由成功者推动的，管理好的企业，因为这些企业都状况良好，所有的工作都是围绕着企业的繁荣和发展开展，并且年复一年地赢利。

这些企业的所有者根本不需要为企业的市场价格而担心，因为资产在增值：事情在向好的方向发展。它们随后就会得到市场的认可。

"小道消息"

很奇怪的是，费希尔的《普通股票和不普通的利润》中第一个独立的章节（并不是介绍）专门讲述的是小道消息的重要性，他把这称为投资中的"非正式商业信息交流网"。这个灵感来源于他写这本书时。事实上，费希尔除此之外并没有就他认为一个审慎的投资者应该考虑的一些要点来提出其他的信息来源。

举个例子，一个投资者应该就他感兴趣的公司的研究进展、销售管理的质量进行一些核查，而这两个方面从公布的报表中是很难找到的。

对研究进展这一方面，他注释道："令人惊讶的是通过小道消息所得到的东西。使用这个方法，一个一般的投资者可以通过向各种小组的研究人员就公司的研究能力询问一些相关的问题，从中就可以得到一个完整的认识。"

关于销售他写道："因为销售努力并不能直接增加经济效益，很多投资者都没有考虑到它在判断投资价值上面所具有的重要性。那么，走出这一困境的方法是小道消息技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排字工人和消费者都知道这个答案，同样重要的是，他们经常会发表自己的看法。那些谨慎的投资者在这上面花费的时间，通常会得到很好的回报。”

小道消息这个词在费希尔关于费用控制、特殊的商业特征、长期展望和管理者的诚实等方面的讨论中都曾经被提及过：

（观点 10）：“在这个领域通过小道消息可以展现出企业真正的不足之处。”

（观点 11）：“在这两个方面通过我们的老朋友的小道消息可以给投资者提供一个相当清晰的认识。”

（观点 12）：“小道消息方法通常指那些不同于通过透明的政策得到的方法。”

（观点 13）：“这是一个关于小道消息方法会很有帮助的观点。”

费希尔实际上谈论的是对一个组织背景的摸底。“非正式的商业信息交流网”，他写道，“是一个值得注意的东西……很多人，特别是如果他们认为他们的话被引用没有什么危险的话，会很乐意跟你谈论他们所涉及的工作领域方面的东西，也会很随意地谈论他们的竞争对手。到一个行业的五个不同的企业去，向每个企业的人询问一些其他四个企业的优点和弱点方面的相关问题，十有八九你会对这五个企业有一个清晰的认识”。

很多投资者都会忽略一个小道消息最丰富、也容易得到的地方：交易展示会。它们的魅力在于对一个信息收集者来说，很多潜在的信息资源都在同一地方汇总在他面前，而且所有的人都在交谈，事实上都在相互攻击。他们，并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你，已经提出了各种观点，而且也省了你的飞机票。你完全没有必要去打断那些销售人员或主管的谈话，那是他们的工作。此外，那些推销他们公司产品的推销员一定会跟你解释他们的产品同他们的竞争对手的产品有何不同之处。

另一个意想不到的但很方便的信息源是工业协会的管理人员。当然，你必须像新闻记者那样发誓保守秘密，否则他们会陷入困境。同样的，在大学和政府的研究机构中你也能得到这些信息。如果你能接近他们的话，那些购买产品的个人或企业也会告诉你很多东西。比如说企业的供货商和零售商。还有，一些以前的雇员会告诉你一些耸人听闻的消息——但很可能带有偏见。

有一个信息源费希尔没有提到，这是一个非常可靠和易得的信息源，那就是修理工。他们对商品的耐用性十分了解，每一个熟练的机械工或电器技师都会告诉你哪种电视机或电器用的时间长，如何把一些容易损伤的部件放在他们不容易（或不能）接触的地方。用户报告通常也会系统地提供这些信息。

费希尔顺便也提到了要全部介绍所有信息源所花费的时间，会和实际同他们交谈所花费的时间一样多。对一个普通的小投资者来说，没有必要通过所有的信息源来获取信息。此外，一个专业投资者对于门外汉来说有另一个优势：他可把被访问者的话去伪存真，这样他们的谈话会是双向交流，就像以法国人所说的：“电梯总是来来往往的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好股票的特征

费希尔实际上是信仰华尔街所谓的“评估系统”的。就是列出一系列一个企业应该具备的特征，像杰出的管理、专利产品或新发明、经济势力、卓越的研究水平等等。对企业的这些方面特征进行核实比较，可以判断这个企业在某个价位上是否值得投资。

费希尔在他的第一本书中描述了15个这样的特征，在他的第二本书中提到了略多一些。如果分门别类数目会比较多，但我想总括起来大概可以有20个特征。毫无疑问，还有很多他没有列出来，那么，这20多个特征应该说是最重要的。

一只股票是否吸引人，其中有一条是最关键的：企业是否合乎这些特征。

大多数执业者把一个企业按这些理想化的特征用5分制来打分，然后加计总分，有的还是几个系统评估结果的加权。大多数“评估系统”的分析家已经给成百上千的企业评过等级。我想费希尔也已经挑选出了20～30家他认为优秀的企业，要不他最后的选择就不可能有那么精确。

虽然费希尔在两本书中描述的特征不是完全一致的，但按他的那些条件基本上可以分成两大类：管理质量和商业特色。

有魅力的商业特色包括：现有产品和新产品增长所带来的较高的边际利润和资本回报率，而且这两者都有好的发展趋势；有成效的研究；一个出众的销售组织；在同行业中具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有领先地位，拥有正当的“特权”，专有的产品和服务。

管理质量包括：诚实、略带保守的会计处理；易于理解；对长期结果有一个明确的定位，不会因时间推移而有所稀释；能及时识别不断变化的各种情况；良好的财务控制；各种恰当的纪律约束；与特殊产业相联系的特殊技能；良好的个人计划，包括个人管理技能训练计划。

费希尔在人事政策方面的论述是很让人受启发的。他坚持认为一个企业必须清楚地认识到，要持续不断地努力营造一个更好的工作环境，要从单一的管理模式向多极化管理发展，而且要让它的员工都能了解。他列举了 IBM 公司的特别培训程序，在这个程序下，一个销售人员 1/3 的职业生涯是在 IBM 公司的学校里度过的；摩托罗拉公司在亚历桑那州有一所管理学院，在那里经过培训，管理人员会变得更有责任心；得州仪器公司则让工人们组成小组，他们可以自主决定工作目标，能够直接同公司最高领导层交流，还能根据工作成绩来分红。在谈论边际利润时，费希尔提出观点，认为投资者有时候会忘记这样一个事实：特别高的边际利润会引来那些“饥饿”的竞争者。最安全的状态也许是在边际利润的竞争中有一个不大的优势但有很高的营业额（他没有提到最大的日本公司通常削减边际利润，通过削价与竞争对手抢生意的做法。他们通过建立在融资资本结构、自身的小投入和大量的借款基础上的高营业额来赚取额外的利润）。

费希尔指出与其建立一个能获得很高利润的垄断企业，还不如建立一个在竞争激烈的工业社会中的最高效的企业，因为垄断会使人们失去竞争的动力。在竞争的环境中，一个行业中最大公司的管理层只要保持警惕，企业在竞争中的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势就有可能被保持，领头羊的地位将很难被动摇。费希尔嘲笑有些经纪人报告中提出的观点：他们通过一些简单的统计数字的比较，仅仅是有更大的可能就认为其具有更好的投资潜力。一个完全确立了优势的企业，像坎普贝尔公司、GM公司、GE公司、IBM公司——是很难被取代的。

费希尔坚持认为管理层应该是诚实的。企业内部的人有无数次的机会用股东的钱来使他们自己得益，不仅是在物质形式上，而且还利用虚假的公司前景来欺骗股东。

一个贪婪的管理者最通常的做法是在这个公司的股票正好在低价位的时候，行使选择权购进大量股票——实际上是以低于账面价值的价格卖给他。过一段时间，股票回复到正常价格，对企业本身来说好像没有什么功过，而管理者则从股东身上赚了几百万的钱。

另一个不健全之处来源于股东的懒惰，管理者被允许一边大谈长期目标，一边却去追逐短期目标。费希尔注意到这样一个例子，那些由于劳资关系差而受损失的公司把他们自己称为“适应工作的人”；另一个例子，当一个企业在使用“创造性的会计手段”时，它实际上是在欺骗股东，使他们往比实际情况好的方面去想，这实际上也是在拔苗助长。然而，一些股东，特别是金融机构的股东，通常是知道这些手段的。因此，任何一个用虚构会计手法做账的公司等到的可能是股价的短暂上升，和随之而来的是投资者对管理者长期的不信任。那些用客户的钱买了这种企业股票的投资管理者——像蔡氏公司、马特赛斯公司、科恩费尔德斯公司——也揭露了很多关于他们自己在这方面的例子。审慎的投资者是不会这样做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺便提一下，费希尔对每年的年度报表总是感到失望，他说“这些年度报告除了其公关部门极力给公众创造企业形象外，其他应该反映出的东西很少……他们很少能针对一些现实问题和工作中的困难提出客观和完整的论述。通常他们过于乐观了”。

“如果副董事长用董事长向广大股东作报告的方式来向董事长汇报，这位副董事长顶多10分钟就得滚蛋。一些企业的领导层经常想当然地以为他们可以把年度报告当作是一种广告形式，那他们是大错特错了。”

还有一个观点是他仅在谈话中提到，而在书中没有提到的：管理者必须在削减开支上有持续和有效的措施。为此必须有一个计划，这个计划必须是向大家表达清楚的，是大家都了解的，是行之有效的。

在投资中最有把握的事

费希尔的一个基本观点是：如果一个公司处于有利的状态，而且运作也十分良好，那么，当这个公司经常性地把当期的大部分利润用于企业持续发展的再投资时，这是对股东最好的服务。当然，这个假设是在投资的回报比股东应该分得的红利要高的情况下成立的。如果用于再投资的利润不足的话，那么公司应该把这部分钱作为红利返还给股东或者通过再发行股票来进一步筹集资金。

如果一个公司能够成功地把它的利润用于扩大再生产并且随后取得更大的收益，那么它的每股收益和每股账面价值不久以后会上升，红利也会增加，投资大众会察觉到这两者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的上升趋势，股票价格就会上扬，尽管不能确切地说出是什么时候。

“提前知道什么事情要发生比提前知道什么时候这个事情会发生要来得好。”费希尔说。

异端邪说

费希尔反复地重申，那些尝试去做不可能的事情的投资者实际上是在放弃他能做得更好的惟一希望。

首先，他批判那些自称可以通过猜测市场一年或几个月时间后的动向来筹集资金的玩“成绩游戏”的骗子。“我还记得大约六年以前，我看了一封来自那时相当保守的一家银行的、有一定规模的信托部门的推荐信后所受到的震惊。那封信是在推销该银行一个很熟悉的客户的股票，然而，推荐信推销的股票不是用于长期投资的，而是准备在接下来的六个月内把这笔钱用在某些有利可图的地方。也许是我的思想太守旧，或许可以说是更稳健，我记得我当时对此感到很惊讶。一个信托部门是否值得或者有能力用它筹集来的钱去做短线交易?”

公司管理者有时也会做类似的傻事。他不去为将来着想，不愿为将来而牺牲一些眼前的利益，而是玩一些追逐蝇头微利的把戏，这实际上是通过降低今后几年的增长率来提高当前的赢利。对供货商和客户的粗暴对待使他失掉了商业信誉；在长期项目研究上克扣经费将削弱其未来竞争力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费希尔是怎么做的

对本书的大多数读者来说，如果像费希尔那样去投资将会碰到非常大的困难。首先要解决的问题是届时你是否能够发展一个非正式商业信息交流网或者小道消息系统，就像他所着重描述的：跟大多数大企业有良好的交往，在政府机关和工业协会有信息提供者，有愿意交换意见的投资界同行。如果没有这些，他的方法就可能不适合你，因为他的方法主要依赖于这些确定性的因素——并不像本杰明·格雷厄姆方法中所需的数据——而这些你永远也不可能单独地从那些公众性的材料中归纳出。在这种情况下，费希尔说，你应该请一位专业顾问，或者直接把你的钱投资到一个运行良好的基金中去。

费希尔提出了正确分析一家公司的三个连续阶段：从现有印刷的材料中初步了解，通过商业信息来作一些比较，最后是拜访管理者。

1. 印刷品。包括年度和中期报表，最新的投股说明书，代理人材料和 10-K：报送证券交易委员会的补充资料和公布给公众的材料。通过这些材料你首先要试着对这个公司的会计账目管理的特点有个印象：有多少钱投资在研究和发展项目上，这些项目对于公司来说意味着什么，管理者的背景和薪金水平，以及边际利润的走势。

你应该翻阅一些华尔街的文献，基本了解一下投资大众对这个公司的看法，因为在现实和大众看法之间的不同可以创造好的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 从商业信息来源得到的其他信息。这是一个好的小道消息所不可缺少的；从非专业投资者那里会泄露出很重要的信息。

你可以从公司以外的其他来源收集到比一个公司实际情况多的信息。你也可以请管理者解释一些关键问题。如果一个一向表现良好的高级主管因酗酒而醉态百出，公司是不会主动说出来的；但你至少可以试着去从其他方面了解公司对这个问题是如何处理的。另外，对你即将去会见的公司官员事先作一个评估，会对你了解对方诸如过分乐观等方面的性格有所帮助。

3. 对公司的拜访。通过拜访管理者，费希尔希望能得到三个方面的信息：公司确定的商业策略，这些策略是否执行到位，管理者自身的素质。

对公司策略的调查主要集中在以下几个方面：长期目标和短期目标之间的协调，推销人员小组训练体系，研究工作的进展情况，在培养雇员对公司的忠诚上公司有哪些做法，有哪些永久性的削减开支的措施。一个能干、老练的人通过会见公司官员，最后常常能对他们有一个真实的印象。你可以试着判断出和你谈话的人是否诚实、睿智，看问题是否全面，是否能够在形势发生变化时为坚持既定方针或撤销计划而作出艰难的决定。

什么时候买

费希尔为什么时候买进股票提供了三个有价值的提示。

首先，当一个有投资价值的新企业刚开始启动时购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买——这个阶段有时会持续几个月，而且还要包括打开新产品销路的艰难时段——这时利润比较低，对投资者来说也是信心不足的。

通常那些工厂成功地进入试验性阶段和全面进入商业化运行的消息，会吸引那些软弱的购买者，那些一见股票不再快速上升就立即抛掉的愚昧投机商。费希尔用一个古老谚语故事来提醒我们：一个试验性工厂就像是在一条糟糕的路上以每小时 10 英里的速度行驶，而一个商业化的工厂则是以每小时 100 英里的速度行驶。公众也许是忽略了这一点，当这辆慢车工厂的“工程师”数个月下来还不能有起色时，他们会被吓得卖掉该股票。当股价下滑时，经纪人会暗示更严重的问题。这时候，费希尔说，会出现一个非常好的购买机会，因为在第一个工厂投入生产后，公司能更顺利地建造第二、第三、第四、第五个工厂。

第二，当一些坏的公司消息出现时购买：像罢工、市场失误或者其他一些临时性的灾祸。

第三，对一些资本密集型行业（如化工行业）中有前途的项目进行投资。这些行业的工厂都有特别大的投资，有时候在一个产品投产后一段时间，工程师们提出追加适当的投资来提高产量的建议。这会有效地增加公司的利润。那么直到股票价格上涨到能真实反映出这种前景之前，你都有购买的机会。

费希尔也提到了不要因为战争恐慌而不愿买股票。在本世纪，每次美国军队涉足世界上的某个地区，或者由此引发了严重的危机，股票市场都会下跌，但每一次都恢复过来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此时购买的理由并不是说战争对生意或者说对股票有利，不是这样的。实际理由是：政府因为支付战争的费用会陷入债务之中，这会引起货币贬值。于是物价会上升，这同样包括代表了所有权关系的股票。在战争恐慌中卖掉股票换成贬值的货币简直是精神失常的。“战争总会引起货币的贬值。”费希尔注意到这样一个事实。

费希尔认为投资者买进股票的方法通常是愚蠢的。他们通过对大量经济数据进行筛选，推断出这个企业看起来很不错，就进行投资。几乎所有的来自经纪人的投资方面的信件都是这样开头的：经济形势良好（糟糕），因此应该买进股票（或者观望，“直到情况明了”）。这听起来也许在理论上是有说服力的，但在行动上是不可行的。经济形势预测还远远没有发展到可以进行长期预报的时候。费希尔把它比作炼金术年代的化学学科：“在化学学科，就像在商业预测领域，对一些基本原理的认识也正是在一些神巫中开始形成的。然而，化学学科还远没有发展到可以被安全地用于指导人们的行动。”

费希尔倒是很想把压箱底的钱都拿去投机，只要那些投资大众（当然不同于中世纪的炼丹家和神学者）能够花费所有的时间来把存在问题的经济形势预报变成有用的东西。

我的想法可能比费希尔还深一层：对他们自己来说这种预报不仅是愚蠢的，而且他们还经常互相通报，制造同感。那些投资者，特别是银行，一直持币观望，直到从那些预言者中传出乐观的声音才跟风买进，实际上这样会付出更高的代价。进一步讲，牛市结束、熊市开始一般是在形势好的时候，因为那时每个人都很乐观。底部一般在形势坏的时候到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，因为那时候每个人都相当绝望。大崩溃终究开始于1929年，那时全世界都歌舞升平；历史上最佳的买入时机出现在1932年，当时银行相继倒闭，而股票指数在两个月内翻了个倍。

那么事实上，作为投资者最保险的做法是与华尔街的一致想法对着干：不要去理睬那些“等到银行的长期经济状况变得有利”的说法，你应该持币观望直到全面不景气的到来及银行和经济学家都说要完蛋的时候，然后你就可以用比原来少一半的钱买到合适的固定资产，在并不能反映其价值的价位上买到绩优股。

是什么创造了投资良机

用我的话来说，费希尔总是在寻找“一箭双雕”的机会：公司的利润增长了；股票市场会给你比那些高额利润还要多几倍的价差利润；股票价格飞涨。

因此投资者必须理解事实和市场感觉之间的联系，如果事实比市场感觉更好，投资大众早晚会察觉，市场感觉就会改变，股价也将上升。

什么时候卖出股票

关于这个问题，费希尔的最著名的言论之一是：“当买进股票时各方面都在良好运行的话，那么就决不卖出这个股票。”

他给出了两个例外：第一，如果碰巧是你一开始评价这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个企业时就犯了错误；第二，如果公司的管理方法发生了变化，老的管理方法会失去动力，新的管理方法不一定会有用。另外，一个公司可能会变得太大以至于它不能再在行业中或者确切地讲在整个经济环境中做得更好（从另一方面讲，费希尔和 T·罗·普赖斯不同，他不反对一个成熟的公司在工业界保持低成本的生产，继续进行改革，坚持削减开支）。

第三个例外（费希尔认为不一定正确）是：你发现了一个特别好的机会——比如说一家公司绝对保证实现 20%的年收益，然而为了买这个股票，你决定抛掉一些你觉得增长较慢的股票。但是，你对新公司的了解很可能没有对多年熟识的老公司的了解多，那么你就会冒失手的风险。毕竟，你不可能了解几乎所有对很多公司来说重要的事情。费希尔力劝不应该抛弃那些你多年来逐渐熟悉的东西。

他也否认了这样一些看法：应该在你认为股价太高——“超出了应有的价位”时卖出，或者因为整个市场处于正常的下滑时期而卖出。无论用什么理由卖掉股票都意味着你胜券在握，准备在以后股价更低时买进。但在实战中，你往往会错过股票反弹的机会，而且你还得缴纳资本所得税。如果你一开始就因为公司在 10 年内有合理的展望，比如说股价会翻 3～4 倍，而严格选择了这家公司，难道这超过今天 35%的收益有那么重要吗？而且总有可能有一些跟股价有关的你还不知道的好消息。

费希尔说，最愚蠢的做法是，仅仅在因为股票价格上涨了不少就把它抛掉了。真正的大公司——这也是他惟一感兴趣购买的——会不断地发展壮大，它的股票也会如此。在你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买后它有长足发展也只意味着任何事物都是顺着它应有的方向发展的。

资本密集型企业

如果当年市场对服务性公司和其他一些没有多少固定资产投资的企业产生了怀疑的话，那么今天就可能会是另外一番景象。现在投资者比较忧虑每个工厂都可能是一驾潜在的单骑马车——只会给它的工人和政府赚钱而不是给投资者(更严重的是，在通货膨胀时期，由于一个工厂正常耗损的实际重置费用一般要比正常允许的折旧高得多，因此实际的法人税率会达到实际利润的75%)。

费希尔不同意这样的观点。他举出了早期的几个实例，像二战之后的水泥工业。美国从战前的商品过剩到战后的商品短缺，通货膨胀使得建造一个新工厂的费用猛涨，因此一旦商品短缺，水泥价格便会上涨，这上涨价格的所得就足以建造一个新的工厂项目，而这些惊人的利润正是这个老的、战前的工厂创造的。

当然，这是个在特殊情况下产生的特例。如果这个旧工厂在技术上的衰退很快，那么它也会逐渐无利可图；或者说物品还不是特别短缺，也就不需要新的工厂，价格也不会往上升，那么原有的工厂也就不是什么“富矿带”了。

费希尔认为今天的化工、造纸、钢铁产业中的一些企业也可以像二战之后的水泥企业一样，有机会经历相同的发展过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红　利

费希尔曾经对红利发表过看法。在 1958 年出版的《普通股票与不普通的利润》一书中他关于红利一章的题目是："关于红利的所有吵闹"，这个标题在他 17 年后的另一本书《保守的投资者睡得更好》中被一字不漏地再次引用。

费希尔的最有趣的观点之一是：华尔街关于红利话题的传统格言——高征税阶层的投资者喜欢再投资，小的投资者则喜欢直接得到分红派息收入——是错误的。

对一个投资者来说是否需要较高的红利取决于他是在哪一个层次上处理事务。如果投资者习惯于把每年所得的一部分存银行，那对他来说更有效的办法就是公司把资金用于再投资，扩大再生产，这其中当然也包括这位投资者的股份，然后公司再发放相同的税前红利。相反，如果一个大投资者碰巧需要现款——"高征税阶层也会遇到很多需要用现金的异外情况的"，他可能会不得不抽回资金，这时他就需要较高的红利了。

因此，费希尔说，一个公司可以通过制定一个相应的红利政策来更好地为投资者服务，这也是公司管理者们的首要职责。他自己要寻求一种长期的发展，这才能更好地进行再投资，获得更高的回报率，但同时也意味着比较低的红利。有的投资者可能会选择高的红利，这从另一方面说明该公司制定的再投资政策不具有吸引力。如果作为管理者把股东的钱再投资所得到的回报甚至比他们自己用这笔钱能赚到的还要少，那简直是在滥用股东的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费希尔提出了一个相当好的比喻来说明他的关于红利政策一贯性原理的论点：假如你开始经营一家餐馆，一个好的经营者会通过各种不同的方式来吸引固定的客户：或者价廉物美；或者高档豪华；或者经营特色中国菜或意大利菜。只要价格公正合理顾客就会上门。随着名声在社会上传开，慕名而来的人会越来越多。而如果你采取摇摆不定的政策，运行得就不可能顺利：今天高档高价，明天变成自助餐，等等之类。人们不知道你开的究竟是什么，于是就不会来。这对红利政策来说也是同样的道理。

顺便说一下，费希尔驳斥弥漫在华尔街的关于红利的神话——在熊市时高的红利会起到缓冲作用，给投资者以安全感。

不是这样的，费希尔说，“关于这个话题的每一项研究都指出，相对于红利分配较少的企业，分配了较高红利而导致股票价格走势变坏的企业要多得多。一个不怎么聪明的管理方式是增加红利分配，为此牺牲了在商业中再投资以增加收入的好机会，这就好比一个农场主赶着他正当健壮的家畜到集市去卖，他能把它们立即卖掉，总比把它们一直饲养到能卖最高价的时候好。那样的话，他是多赚了一点钱，但也花了非常高昂的代价。”

按照费希尔的基本观点，极具吸引力的股票的不断升值，几乎都是来自于再投资利润。因此，高的红利意味着低的再投入，这样通常会妨碍与所有投资有关的长期项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四　本杰明·格雷厄姆
——领航者

本杰明·格雷厄姆被誉为本世纪（甚至是有史以来）最具影响力的股票投资理论家，他把一种基于直觉，凭借内部消息及天赋的投资技巧初步发展成为一个科学的理论体系。他运用自己的聪明才智、坎坷的经历和不懈的努力，专心致志于这个充满迷信、内幕消息以及臆测的领域，这是一个大多数人都有话讲却又有骗人之嫌的领域。通过对已有资料的分析，格雷厄姆解释并轻而易举地推翻了一个又一个的谬论。

在约五十年之后，专业界最基本的书仍然是格雷厄姆的《有价证券分析》。但是，对于绝大多数读者来说，更为有用的是他的《聪明的投资者》，事实上，这是所有写给股票投资者的书中最好的一本。谁如果没有事先读过这 300 页，就被错误地建议去买哪怕很少的债券或股票都是很愚蠢的事情。包括经验丰富的商人和专业人士在内，许多人都因为在错误的指导下操作而蒙受了无法弥补的经济损失。而那些花费必要的几个小时去弄懂《聪明的投资者》的人，则不可能遭此厄运。然而，除了投资者，很少有股票经纪人能做到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆可以让你感觉到投资的真实可信。你在华尔街所听到的，绝大多数都是胡说八道，而格雷厄姆可以帮助你正确地判断客观事实之所在。

1895 年，本杰明·格雷厄姆同他的父母一起来到纽约，当时他才一岁，而在我写这一章时，他却去世了。他的父亲是其家庭瓷器作坊——格洛斯本姆·桑斯的代表（其家族的姓氏在一战期间改为格雷厄姆）。格雷厄姆是家里三个男孩中最小的一个，在曼哈顿和布鲁克林长大，当他九岁时，他的父亲去世了，家庭经济状况很快就大不如前。他的母亲始终未能适应这个变化，她的焦虑无疑部分促成了本杰明后来专心致力于获得经济上的安全感。

格雷厄姆是一个勤奋的学生，各方面表现都很出色。中学期间，他一边通过打工来帮助扶持家庭，一边还学习希腊文和拉丁文，并且这已经成为他一个永久的爱好。1914 年从哥伦比亚大学毕业后，他本可以去教英语和数学，可他却成为华尔街上纽伯格，汉德森·洛伯的一个小差役。他进步很大，很快就开始写一些报道和评论。在此期间，他结了婚，这是他一生三次结婚中的第一次。到 1917 年，作为一个分析家，他赢得了人们的敬重，并开始在一些金融杂志上发表文章。1920 年，他成为公司的合伙人之一。

格雷厄姆是一个矮小、粗壮的人。后来，随着年龄的增长而不断消瘦。他有着一张奇特的圆脸，厚厚的嘴唇和浅蓝色的眼睛。他是一个如此令人费解、永远充满无限活力的人。他爱好文学——普鲁斯特，弗吉尔，卡特布拉德，维克多·雨果（德国诗人）——并且这已成为他学以致用的一个源泉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以华尔街的标准，他有着非同一般人的广泛兴趣：希腊和拉丁的语言、文学、哲学以及其他各种语言。他翻译了一本葡萄牙语的书，而且自己也出了几本著作。他崇拜马库斯·奥里利厄斯，并且用坦尼森笔下的富于自由精神的主人公——尤利西斯来标榜自己。尤利西斯是一个圆滑、考虑问题周密的冒险主义者，他丢下他妻子孤身一人在家中，而自己旅行到很远的地方去。

在一次为他的生日举行的家庭聚会上，他曾有所透露地给出这样一段值得一提的自我剖析："童年时，在我所读书本中，最伟大的英雄应数尤利西斯或者奥迪西斯。尽管《伊利亚特》像世界上那些最重要的诗歌一样处于盛况之下，但我必须承认我从来没有能够将它读完，尽管其中有些片断是我长期以来一直很喜欢的，比如赫克托告别安德罗马奇的片断。但是《奥德赛》从一开始就让我入迷，并且这么多年来，它的魅力仍是丝毫不减。其主人公的圆滑和勇气、苦难和成功给我所带来的感染力，我一直难以理解。一开始，我以为这是反差所造成的一种吸引力——因为无论是他的性格还是命运，与我的都相差太远，所以尤利西斯迷住了我。直到我成熟后很久，我才开始意识到，在我的性格中有不少奥迪西斯式的缺点和美德。

"在我年少时，我高兴地认为，尤利西斯的漂泊和努力在他与佩内洛普胜利会师时就结束了，并且他们将永远幸福地生活下去。但几年之后，坦尼森那首伟大的诗让我走近了真实的尤利西斯，他岛屿上的家及其妻子的床只是一个咆哮的海港而已。结尾片断对于我来说，像一个强有力的挑战掠过我的大脑，挑战着这样一种生活，一种看来与我的自身价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值、抱负、期望相对立的生活。我经常对我自己重复着：

飞越落日与西边的星河
是我的心愿
直到生命的最后一天
也许会身陷急流漩涡
也许会抵达快乐之岛
看见我们熟知的伟大的阿基利斯

“然后，这很久之后的一次，我接触到但丁对其勇敢的远征及奥迪西斯暴风雨般激烈的死亡的独特看法，这些他都在《炼狱》中那简洁而难忘的一段中描述了。现在，我手头上终于有一首关于这同一主题的长诗，是由现代的卡桑托克斯最近才写的。很有可能，尤利西斯再次离开他的妻子及现在已结婚的儿子时，大约也就在我这个年龄。也有可能，他是永不衰老的，就正如我有时自我感觉的那样。无论如何，在他那聪明的大脑中，在他那颗不安分的心中，在他那勇敢的身体中，在他那带鸭舌的航海帽下，我都能感觉到一种挑战世俗的理想，它像一块看不见的磁石，以日益强烈以致后来无法再抗拒的力量吸引着我，吸引了我的一生。”

尽管格雷厄姆追求女士，但他对婚姻并不适应。他的第二个妻子是一位秘书，第三位是为他工作的埃斯特尔，而伴他度过最后几年的是他从他儿子那儿认识的一位法国女人。他曾对舞蹈产生很大的热情，并且花费几千美元的代价请人教课。最终，他放弃了，而把未上的课让给了他的弟弟——维克多。

他对自己儿女的兴趣仅在他们开始有些想法后才真正开始。到后来，他成为了他们的“活百科全书”。他天生就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个老师，他喜欢自己编故事讲给他们听，并回答他们任何方面的问题。

他曾在纽黑文捐助了一家黑人教堂。因为他的慷慨和善良，与他接触过的人都喜欢他，但他却几乎没有很亲密的朋友。在他的一段自述中，他引用了埃斯特尔对他的评价："仁爱却缺少人情味。"尽管他从不坚持任何有组织的信仰，是一个不可知论者，却对宗教哲学很感兴趣。在溜冰还是一项罕见的技巧时，他已成为一名溜冰者，他还是一名热心的网球爱好者。正如一位朋友说的那样，他没有哪怕是很小的毛病：他不抽烟，不喝酒，伙食节俭。他总是心不在焉的，并且不喜欢开车。他过着很一般的生活，但是很舒适。在他获得经济上的安全感后，他几乎不关心钱财的问题。晚年，他从纽约搬到加利福尼亚的拉霍亚，但在他生命的最后几年，他比较喜欢法国的南部。

格雷厄姆非常喜欢数学，并且他投资的方法就是数学化的、量化的。事实上，很可能的是，他之所以与证券分析有关，主要是把它当作数学的一个分支。当然，在这之前，没有任何投资理论家在考虑这方面问题时，仅仅通过数学分析，而不关心公司的质量及管理的特色。

1926年，他组建了一家基金——本杰明·格雷厄姆联合账户，并且在三年内成长并上升至250万美元。他负责管理，并且可以分得利润的一部分作为回报。在他的经商生涯中一直保持联系的杰罗姆·纽曼于第一年加入了进来。

在此期间，格雷厄姆遇到了伯纳德·巴鲁克，并且协助他作了许多投资。一位知晓内情的人士补充道："巴鲁克慷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慨地说些溢美之词，但这就是全部了。对于巴鲁克来说，他们之间的关系就全部是索取，而没有任何付出。”有人认为，巴鲁克曾提供给格雷厄姆一种利润分成的关系，但格雷厄姆实在不觉得这有什么吸引力。

当股市遭受1929年、1930年的大崩盘时，联合账户遭受了严重的损失。从1929—1930年，相应于道·琼斯工业指数下滑74%以及标准·普尔500指数下滑64%，联合账户下滑了70%。但由于联合账户在这段时期的一开始使用的是充裕的盈余资金，所以格雷厄姆的股票记录要比它表面上看上去好多了。虽然如此，他本人却在这次崩盘中被逐出局。避开1929年的突然事件后，他却按捺不住，在最后到达底部之前再次进入了股市。

1928—1956年期间，格雷厄姆晚上在哥伦比亚商业学校教一门很受欢迎的课程。1934年，他和戴维·L·多德教授一起出版了具有纪念意义的《有价证券分析》。对于所有严格意义上学投资的学生来说，这是一本基础教材。到目前为止，已卖完了100万册，并且销售势头不减，看上去很可能将永远地卖下去（作为一个奇迹以及格雷厄姆才能的显示，格雷厄姆在1940年版本中列出的价值低估的股票在其后的八年中平均上涨了250%，而同期标准·普尔500指数仅仅上涨了1/3）。

1944年，格雷厄姆出版了《贮存与稳定性》，给出了一种使食品过剩、世界商品及世界货币稳定的计划。1947年出版了《财务报表说明》，并且在1949年出版了《聪明的投资者》。作为一个投资家，格雷厄姆的伟大之处在于知道如何拒绝别人。他在格雷厄姆－纽曼时的一个助手曾懊恼地向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我描述了他是如何为格雷厄姆考虑，建议了一些经过仔细筛选和研究的投资机会，最后只是让格雷厄姆发现每一个里面都有让他反对的东西。除非事事皆对他有利，否则，他是不会觉得有任何投资的必要。

当他终于买了时，他确信他所做的一切。他认为一个好的、安全的投资简简单单地就是一遍又一遍地花 50 美分买价值 1 美元的东西。在任何明确的情况下，事情也可能出错。但是，如果你做某件事做了很多遍，事情就绝对不会出错。变化——即处理事务的多样性——是这种方法的关键，这与在保险中是一样的。

格雷厄姆即使已经买了，他也总是保持着一只脚在门外，以便发现他的计算出错时可以随时跑掉。但是，他这种固有的谨慎使他失去了把握市场大势所必须的鉴别天才。除了在 30 年代时，他过早地重新进入股市并导致倾家荡产外，他还在 1950 年错过了大牛市的开始部分。在 1951 年，他甚至还建议他的一个受惠者不要到华尔街去，因为市场点数太高了。尽管如此，在《聪明的投资者》1973 年的版本中，他说对了："我们认为，投资者们必须对前面的困难时期有所准备——有可能是 1969—1970 年大跌的飞快再现，也可能是以大牛市猛抛后一个更加灾难的崩盘的形式。"确实，1973—1974 年的大崩盘，是自 1929—1932 年的大跌之后最为严重的一次下跌，也是自那之后最好的一次买入时机。

"只要给我资产负债表"

在格雷厄姆全部的职业生涯中，他寻找那些可以解释说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的、详细而精确的技术，那些他可以用来教给其他人，使他们选择安全且有利可图的投资技术。他需要一种完全定量的方法，这种方法不需要依靠那些让人难以确定的东西，如社会发展趋势、一个公司在未来开发新产品、提高管理质量方面的成功情况。

他同样需要一种可以被任何人使用的方法，并且，这种方法完全依靠随时可供利用的、已出版的材料，特别是公司自己的报告。

他和同事们经过多年的工作，终于在那奇异的概述中，即《有价证券分析》中，给了投资者们所需要的工具、方法。但是，这种方法、体系是如此地复杂，所以尽管这本书在理论上给普通投资者及专业人士们提供了取得投资成功的方法，但是在数以千万计的美国普遍投资者中，几乎没有人使用过这种方法。

通过对许多企业逐个分析，格雷厄姆解释了各自的财务特点，并且通过对关键操作和金融利率的分析，给出了分析家是如何从一批类似的公司中判定哪些是成功的，哪些是不成功的；哪些是经济实力雄厚的，哪些是经济实力薄弱的；哪些是价格过高的，哪些是价格较低的。他还探讨了对债券及其他证券的评估。真正掌握《有价证券分析》一书的分析家们懂得了许多。

但是，格雷厄姆最终还是发展了一种可以被每个人使用的简单的投资标准：即他对“低价股”的界定。这不是一般的诸如“成长性”或“管理”或“改革”或“最低成本的生产者”之类的理论，而仅仅是针对价值低估这种情况的方法。在他生命的最后历程，他又发展了股票交易的另外两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准。最后，他总结道，这三种方法的实用性使得他早些时期阐述详尽的技术显得没那么必要了。

投资和投机

格雷厄姆一直不停地强调“投资”与“投机”的不同。投资必须建立在“彻底分析”的基础上，并且必须确保“本金的安全”和“有一份令人满意的回报”。因为缺少分析、本金或者回报，某种持有也许不能成功地成为一个投资，而仅仅是一种投机。

通常，第一个易犯的错误就是仅仅靠猜估，即不经过充分的研究就去冒险，并且这构成了股票市场上绝大多数的投资行为。即使风头不对，他们也欣然地赌一把，他们这么做，实际上就是把机会让给了真正的投资者。在这对格雷厄姆观点的简明概括中，详细地阐述他所建议的确保本金安全和丰厚回报的分析方法是不可能的，因为它们占了《有价证券分析》的数百页。当然，他并没有声明每种股票都可以如此分析。许多公司的前景是难以料定的。他所说的意思就是，如果你在那样的情况下买入的话，与其说你在真正地投资，不如说你在赌博，并且都有可能在专业人士和内部人员设定的价格上买入，而他们的消息则比你们灵通得多。

真实的和虚幻的收入

格雷厄姆的准则之一在大约每四年一次的投机风盛行时，发挥着主要的作用，而那些充满投机思想的买者们，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查看公司的收入情况时，则犯着两个习惯性的、可怕的错误：即总是把这一年的收入与前一年的相比，而前一年由于追溯以往的影响，经过调整后已下降了，这就给人一种总在不断增长的假象；还有就是在不确定公司是否真的提高了这么多的情况下就认可了公司所报告的收入。

格雷厄姆的简单准则就是：真正的收入应该由支付的红利加上每股净资产收益——这通常体现在盈余的变化，还包括自己提留的未分配利润。

作为有点险恶的搞虚假收入的实例，格雷厄姆举了美国动力公司至1960年共十年所报告的收入，共计是13 502 000美元，或者说每股50美分。根据格雷厄姆的准则，它们仅仅是6 846 000美元，或者说每股25美分。这就证明其中6 655 000美元是费用，而不是盈余，几乎所有这些本来都应该是花费掉的，而不是收入。

格雷厄姆懊恼地指出，在狂热的投机时期，市场丝毫不关注他所强调的真实性。

低 价 股

格雷厄姆很喜欢标准·普尔的《股票指南》，这是一种月刊，它提供了成千上万只股票的基本财务状况，包括了任何一家交易所的每只股票。

他热情洋溢地描述了在美国所有主要公司中挖掘低价股时，一个投资者所能感受到的乐趣。那些市值已经增加了成百上千甚至成千上万倍的公司；那些有着长期的红利记录，却由于一家公司为使自己最近的收入增长两倍而搞的销售活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动遮蔽了的公司，或者被那种从 3/8 上涨到 68，然后又跌回到 3 的股票遮蔽了的公司（在一条脚注中，他矜持地承认自己曾是那家公司的一名高级职员）。

后来，他从《股票指南》中得出了一系列有用的准则，他把这些准则应用于许多公司，去寻求那些在未来几年中可能表现最好的股票。这些准则包括最小的流动资产和最大的负债对自有资本比率、收入的稳定性、分红记录、收入的成长性、与有形资产净值相关的价格以及质量等级。

另外一条准则，即关于价格与账面价值的关系，并不是从《股票指南》上得来的。

格雷厄姆描述了单一地或者联合使用这些准则的情况，最后发现，到目前为止，最好的就是单纯地买一些低价股，即在市场上以低于他们净流动资产值出售的公司股票。

“在扣除全部以前的所有物，且不计固定资产及其他资产之后，如果说某人能以低于流动净资产价值的价格买到多种普通股票的话，在这以前，甚至包括现在，通常都被认为是愚蠢而可笑的，可结果本应该令人满意，本应该可以买到的。但以我们的经验，这种状况已持续三十多年了。”

对于这些公司的股票，你无须冒任何风险就可以赚钱，“如果你能挖掘出足够多的这种股票，而且构成一个多元化的系列的话，并且，如果在你买之后它们并没有很快就涨，而你并不失去信心的话。有时候，所需要的耐心可能会相当大。”《聪明的投资者》1964 年的版本曾经关注到流动净资产是 30，市面价值是 50，而只以 20 出售的波顿－迪科斯。直到 1967 年的 8 月份，这只股票才涨到 54 $\frac{3}{4}$ 这一与市面价值比较接近的价格。对于读者直到三年半之后才得到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

165%的利润的读者，格雷厄姆似乎有点歉意。

格雷厄姆简化了买低价股的方法，其副产品之一就是给出了探测整个市场温度的最简单的晴雨表。如果许多公司正以低于他们流动净资产值的价格出售的话，那么市场就是萧条的。如果有成千上万只这类股票的话，那就是大跌的时候了。如果仅有少数，那你就必须得很谨慎，或者干脆就不要进入市场了（当然，如果是市场正火热，那么剩下的为数不多的便宜股票就是在不久之后最有可能被抢购的。所以，在那种情况下，即使市场处于高位，用格雷厄姆的方法也是相当安全的）。

多 元 化

格雷厄姆投资的方法，使他趋向于喜欢在不同领域高度多元化地投资，而不像最近几年流行的那样，“把你所有的鸡蛋放在一个篮子中，然后盯着这个篮子”。格雷厄姆认为，这意思很清楚，就是教你把许多钱投在一家企业，而这样，你就把它与自己直接联结在了一起，并且，像这个控制集团的长官或成员所观察到的那样，你也可以观察到：一个局外人好像自己是局内人一样把钱集中投资在一起，通常是不会成功的。因为他总是紧张自己手头持有的东西，所以常常过早地卖掉了，而错过了数年后的巨大利润。

当你可以安全地投资的时候——也就是说，当好的公司正以低于它们内在价值的价格出售时——通常，你可以在许多不同的企业发现便宜的股票。我们都犯了这样的错误：即以为保证安全的惟一办法就是让你的投机在周围广泛分布，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以达到平均法则可以发生作用的程度。

显然，你必须在理论上多下点功夫，去发现几个好的投资机会而不是一个。但是，事实上，正如任何实践中的证券分析家所知道的那样，在普遍比较黑暗而难以看清的时候，你通常有很多机会，但却很难在其中选择。

成 长 股

当今，在美国大约工作着一万名左右受过培训的证券分析师，他们中的许多人曾把格雷厄姆那本《有价证券分析》的早期版本当作他们的教科书。他们中有些人还能记得，当时他对20年代末期关于成长股的口号持那么强烈的怀疑态度，即“买美国RCA公司的股票，任何价格都不算高。”而在最近的版本中，格雷厄姆已非常引人注目地改变了他的论调。当他们知道这一点时，一定会非常吃惊。

他一开始就指出，最困难之处在于判定怎样才真正算是一只成长股。经验表明，在这个问题上，分析师们通常都是错误的。并且，即使他们是正确的，他们却又没有信心去使用它。拥有IBM最好的时期是在50年代早期，那时它已经是一家牢固建立了基础的公司，并且接下来还有25年的高增长等着它。今天，即使IBM的增长速度正在减小，通常它仍是一家共同基金所持有最多的。而在1952年，在美国证券交易委员会调查研究的118家基金中，平均只有0.5%的资产用于IBM。

格雷厄姆举了好几个例子来说明：正确地预测传闻中成长股的未来表现是一件困难的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融分析家》杂志 1957 年 5 月期的一篇文章——“选出的成长股的表现”给出了一系列成长股投资组合在不同时期的实际表现，这一投资组合曾在另一本金融类杂志上列出过。

作为另一个例证，格雷厄姆引用了威森伯格服务公司的《投资公司 1961 年概况》。若假设分配再投资的话，那么所有成长基金 10 年的增长平均达到 289%。相似的数字对于标准·普尔 500 指数股票来说，平均达 322%。

所有的收益，包括分得的红利

持有时间	推荐投资组合	道·琼斯平均工业指数
3 年	26%	22%
5 年	65%	60%
10 年	153%	165%

格雷厄姆从中得出结论：一个人必须对关于成长股价值的详尽计算持怀疑的态度，而不能完全相信。

但是，我必须得承认，从这相同的数据中我可以简单地总结出：大多数“成长基金”没有把其工作做好，但并不是每个都没做好。毕竟，大多数“有价值的”基金同样也没有做好。有些股票多年来一直有着持续上升的收益，并且它们的市价也相应地上升着。最好的基金投资于这些股票，从而长期以来保持着杰出的记录。

基金这种类型注定了要比那一系列非经营性的证券做得糟——因为基金得付管理费、经纪人佣金、监管费以及其他类似费用。还有，大多数“成长”基金买的是“官方”的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长股票，它们价格高，但是增长速度却在减小。或者是一些带有投机性的股票，它们从来就没有增长过。

每个人都在寻找那种可以在许多年内持续增长的股票。这样的股票，一旦被公认，就会卖得很高。若想在这方面赚钱的话，你就必须正确地辨认它们，还得在它们得到一致认可之前有足够的信心买进。尤其得注意的是，你千万不可以在很高的价位买进那种仅仅是投机性的股票。买进高质量成长股的安全时间，应当是在它们的市盈率稍高于市场上其他股票时。

奇怪的是，格雷厄姆虽然一向反对花费过高去买成长股，却认为比 1979 年市场上盛行的价格高得多的价格是无可非议的。在一系列推理的基础上，他建议：对于一支有着 14.3%持续增长率的股票，合理的市盈率应在 30 倍以上。然而，当时市场上这种倍数大约只是他所建议的一半（参见下表）。

期望的增长率（百分数）	10	14.3	20
乘数（是指投资增量和由此引起的收入增量之间的比率）			
莫洛达斯科方法	23	31.2	46.9
泰瑟姆格式	25	—	—
“8.6T+2.1”公式	24.4	36.5	55.3
“8.5+2G”公式	28.5	37.1	48.5
“我们的优先方法”（7 年方案）	23.5	31	41.5

资料来源：格雷厄姆，多德，科特尔和泰瑟姆，《有价证券分析》，第 4 版，第 538 页（纽约：麦克格劳－希尔，1962）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技　术　股

在《聪明的投资者》的一条附录中，格雷厄姆给出了一项令人愉快的统计资料。标准·普尔500指数的《股票指南》1968年12期列出了45家公司，它们的名字都是以“计算机”、“数据”、“电子”、“科学”或者“技术”打头。看看《股票指南》的1971年9月期，他发现在这45家公司中，有2家价格上涨了，31家下跌了（其中23家跌幅超过了一半），还有12家被这本指南剔除了出去①。

“几乎可以肯定的是”，格雷厄姆观察后说：“在1968年的指南中没有被列出的高科技公司，与那些被列出的高科技公司相比，后来有着更糟的经营业绩。IBM公司以及其他一些公司的异常成功必将在这一领域给大家提供大批新的投资选择，从而从实际上保证了巨大损失不致发生。”

---

① 我将提供下列三条规则，是关于公司名字的，来将这个话题稍微深入地谈下去。

1. 一家改换名称，从而反映了当时股市狂热的公司将有可能衰落。

2. 沾惹上更名之事的股票企业集团将有可能衰落。

3. 你可以满怀信心地买进管理层正在对公司名称作如此改动的股票：比如使他们公司的名称远离“烟草”而成为雷诺兹企业以及诸如此类的名称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新发行的股票和可兑换股票

格雷厄姆不赞成固定地投资某种类型的股票：比如，他发现公司新发行的股票一开始是私人自己持有的，这类股票很少有适合真正的投资者的。当市场上充满狂热的投机气氛时，这些新发行的股票是有可能上市流通的，而价格总是账面价值或者某一合理估价的几倍。

格雷厄姆同样也对稀有证券品种持怀疑的态度，其中包括可兑换股票及认股证书。他远远避开可兑换股票的理由是有趣而又富有推理性的。这不仅仅是详细重复一下就行的，读者还是自己去看看《有价证券分析》中关于“有特权的股票”这一章吧。结果表明，可兑换股票并没有像人们期望的那样，对每个人都那么有吸引力，就正如一个人很难在跑道上真正获得绝对公平的获胜机会一样。它们投机性的表现导致了市场上连续不断的价格过高。

格雷厄姆发现，买可兑换股票的惟一合理之处，就在于它与大家想拥有的普通股票相比，买卖更方便些。因为可兑换股票是面对面对等交易的。除此之外，他只能重申华尔街上的格言，“永远不要兑换可兑换股票”。

“市 场 先 生”

显然，是大众的热情导致了价格低估和价值高估。格雷厄姆就像一个医生在治疗暴乱中跌倒在地的病人那样，很少抬起他的头去注视一下他周围的疯狂。但在他的书中，你通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常可以听到那种疯狂在背后咆哮。

这是对人类本性多么不合情理的评价啊！让我们来看看摘自《聪明的投资者》中的一张表格。

银行家证券公司

	普通股年末价值	年间价格
1928	$ 65	$ 218
1932	$ 424	$ 140

银行家证券公司是在1928年以卖股份而创立起来的一家投资信托公司。在合伙投资基金集团疯狂的20世纪60年代之前，1928年可以说是最后的、充满奇迹的伟大时期。当它出售时，狂喜的人们想出不合情理的原因去认为，它如果有1美元的价值，我们花3美元多来买也是值得的。数年之后，不可避免的严重的“后遗症”发生了，同样的美元，同样的人们，他们现在已知道世界末日将在某天来临，因为现在只需花30美分就可以了。

在《聪明的投资者》中，格雷厄姆强烈反对认股证书。他认为，股票购买权认购证书的发展近似于一种欺骗，是一种事实存在着的威胁，以及潜在的灾难。这些认股证书已经在无形中产生了大量聚集的美元的“价值”，并且继续存在着，从而误导着投机者和投资者们。这些必须由法律严令禁止，或者至少严格限制在公司资金总额中很小的一部分①。

① 我确信，格雷厄姆若仍健在的话，一定对现在股票购买权的疯狂交易有相同的感觉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他提到了美国和国外动力公司的认股证书。在 1929 年，其市场资本总额达到 10 亿美元，而在 1932 年，却跌到了 800 万美元，到 1952 年公司重组时（尽管当时仍具偿债能力），则彻底完了。

特权股——显著的可兑换股票——对于格雷厄姆来说，是他认为的“不能共患难的投资”。在形势大好时，它们表现不错，但比不上普通股那么好，而在形势不好时，它们跌得更快。造成这种情况部分是因为，它们像那些未稳定公司所上市的股票那样，通常是在市场过热时进入的，而这恰恰也就是股票价格大跌之前。

照票面价格发行的优先股通常是不依常规的股票，它们既不能提供类似债券的安全性，又不能提供普通股票潜在的成长性。

显然，只有当市场正这些公司担心，且通常是因为好的原因时，它们的股票才会卖得便宜。用格雷厄姆自己的话来说，运用他的方法的人通常会在这种时候买入，“当目前形势不利，前景渺茫，并且低位价格充分反映了当前市场上的悲观时”。

从某些方面讲，格雷厄姆在关于真正的投资者对待变动市场的态度方面，造就了一个令人钦佩的神话。

让我们设想一下，我们拥有一家公司的股票，其中，我们有一位和蔼温和却行为疯狂的合伙人，称之为市场先生。他每天根据从哪一边起床以及当时对他影响很深、足以控制他行为的梦或者恐惧感来设定一个价格。在这个价位上，他要么买光我们的股份，要么卖给我们更多。大多数时间里我们没必要去关心。只有当我们对事实进行严肃审慎的研究，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而和市场先生知道的一样多，可以确信他的价格是太高了或太低了时，我们才需要关注一下他提供的价格。除了做些有利的交易，我们永远不需要去采取什么措施。“在其他时间”，格雷厄姆说，真正的投资者“将做得更好，如果他能忘记股票市场而只关心他的分红所得以及他这家公司的经营业绩的话。”

格雷厄姆补充说，一个人决不能因为一只股票涨了就买入它，或者因为它跌了就卖出。恰恰相反，他建议了这样的座右铭：“决不要在一只股票连续上涨后买入，也不要在一只股票持续下跌后卖出。”

预测定则

在《聪明的投资者》中，格雷厄姆审查并反对了许多进行市场预测的方法——笼统地根据一个定则来买卖股票。不管是道·琼斯理论，还是其他都如此。道氏在自己《有价证券分析》的“中心价值理论”中曾被提过。

格雷厄姆证明了，若只是一段“重播”就可以指引他们做得更好时，这样的定则已失去了它们的效用。例如，道氏理论所说明的最终结果，在 1938 年后就发生了彻底的改变——这仅仅是这个理论在华尔街开始被正式使用后的几年……在那之后近三十年的时间里，一个人如果只是买入并持有 DJIA 的话，应该要做得好多了。

他曾带着一种嘲讽的意味，平和地查阅了《女士们的家庭旅途》中的一篇文章，“每个人都应该富裕”，这是约翰丁·拉斯科布说的话——“就如同在华尔街一样，成为一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全国最重要的角色”。

拉斯科布坚信：如果一个人每月投资 15 美元在好的普通股上，包括红利的再投资在内，在 20 年里它将会从总共投资的 3 600 美元上涨到 8 万美元。

“如果通用公司的企业家是正确的话，这实在是成为富人的一条捷径”，格雷厄姆观察后说道，接着又发出了疑问，“他真的是对的吗？”格雷厄姆计算得到，在这个事件中（从 1929—1976 年），资金总额并没有增加到 8 万美元，而只是增加到 8 500 美元。但最后结果表明，若以复利计算，已超过了 8%——若考虑到市场在这段时期的最后比开始低得多的话，这就是一个令人钦佩的结果了。

格雷厄姆在实践中

格雷厄姆－纽曼公司的成功可以从它平均的年终分配方案中估量出来。

粗略地说，如果一个人在 1936 年投资了 1 万美元，那么他在未来 20 年内平均每年可分得 2 100 美元，并且最终还归还原来投资的 1 万美元。

该公司同时还使用着 6 种不同的投资技术：

1. 以低于公司流动净资产的 2/3 甚至更低的价格买他们的股票——在同一时期，通常会有 100 多种这样的股票。

2. 买那些停止营业以偿付债务的公司，这样的公司看上去会有 80% 或者更大的机率能有至少 20% 的年终回报。

3. 冒险策略：买一家公司的股票，并且同时卖掉被该公司兼并公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4."可兑换股票保护屏障":买一种可兑换的债券或较好的股票,并且同时卖空已转变成普通股的股票。这种变换必须遵循同等变换,以便即使出现通过兑换"清货抛售",也不会有什么损失。普通股和可兑换股分得越开,利润会越大。

5.买以低于价值出售的公司股票,并达到控股权,从而强行出售资产换取现金。

6."受保护"的投资:长期持有一种证券,短期持有另一种与前者无关的证券——因而说这是不平衡的。如果你选择对的话,你已买的股票会上涨,而你已卖空的下跌,那么你无需关注市场大势,就从它们相对的变动中获得了成功。

到1939年,格雷厄姆－纽曼公司已证实了只有前五种技术带来了足够好的结果,从而被证明是可以继续用下去的。

从那以后,第二、第三、第四种技术——被用在控股从而接管公司,清理破产的企业,其中的"可兑换股票保护屏障"——已变成很专业的技巧,对于大多数投资者来说,已不可能运用它。而第五条,达到对整个公司的控股权,当然不是一种可以被众人广泛使用的技术。因此,我们现在只剩下第一种技术了——以低于其流动净资产价值的价格买"低价股"——对于今天绝大多数的投资者,这是格雷厄姆－纽曼技术中较为适用的一部分,以及后来格雷厄姆又发展的两种。

格雷厄姆在北部管道公司上运用的策略解释说明了他的方法。仔细查看管道公司必须在州际商业协会存档的表格,格雷厄姆发现:尽管北部管道公司仅以65美元的价格出售,它却持有流动资产的95%,这样的价格就已经产生了9%的利润。格雷厄姆的合伙人企业为鼓励这家公司将不需要的资产分配给股票持有者们,买了该公司大量的股票。在1928

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年年会时，他已拥有对38%股份的代理权并进入了董事会。那时，他在劝说公司每股付出50美元的过程中起了一定的作用。现在每股盈余仍有50多美元，从而使总价值达到100美元，或者使其巨大的利润超过了它65美元的价格。这种处理方法是格雷厄姆方法的典型。他并不关注公司做些什么或者公司的管理是否有效，他只是对低于价值的资产感兴趣。对于格雷厄姆的“游戏”来说，如果公司没法干下去而只能卖掉或者清理，从而会更快地给投资者以回报，这样确实会更好些。

在1948年，格雷厄姆－纽曼公司以及纽曼和格雷厄姆合伙人企业花费他们资产的1/4，即7.2万美元，来买下了GEICO一半的股票。GEICO，正如第一章中描述的那样，将汽车保险通过邮寄卖给政府雇员，但通常是直接的，它没有代理权。由于它的成本很低，并且经验表明，这些司机发生事故的概率几乎为零，因而它能提供具有非同寻常吸引力的回报率。

尽管由于证券交易委员会的原因，大部分的投资只能通过母公司收回子公司全部股本使之脱离的做法来实现，格雷厄姆集团公司在GEICO股票上的收益最终达到5亿美元！GEICO随后遭受非常困难的时期，并且在1977年的最低点，失去了它价值的95%；但也是从那时开始，它得到了相当可观的恢复。

若不考虑他的投资者们得到的GEICO股票，格雷厄姆在任何一个时候都没有经营过2 000万美元以上的资金——从今天的惯用投资标准来衡量，这是一个不可思议的数额，因为现在有数以百计的有价证券超过了10亿美元。通过将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产清算得来的现金分配给他的股票持有者们，他约束了公司的继续增长。这是因为他没有信心一下子发现 2 000 万美元以上的低价股。如果他允许公司的资金继续增长的话，资金本可以增长到一个非常可观的数目——差不多达 1 亿美元——并且结果也可能受到影响。

格雷厄姆忠实的追随者们通常都经营着数目有限的一笔钱。我猜测：即使在今天，总额都不到 1 亿美元，并且有可能更少。现在可以根据需要去读取计算机存贮器中的资料。随着这种技术的应用，这种游戏将变得容易得多，从而使其竞争性更大而获利更小。

格雷厄姆自己的文化革命

格雷厄姆在生命的最后阶段，推翻了一些他自己的关于在实践中一个投资者如何才能有希望得到令人满意的结果的观点。在某种程度上，这将使那些由他原先的技术训练出来的分析家们大吃一惊。

他的《有价证券分析》一书给任何一位有着相当热情的投资者提供了一个挖掘价值的工具。其中包括大量的表格和公式，并提供了以下一些关键指标，如：存货周转率、流动比率、生产销售率、销货对工场资产比率和营业利润等。

实质上，“格雷厄姆与多德方法”创造了一个体系，而在此之前，除了行业专家和操作管理部门，投资者们都倾向于凭借印象。这本书一版再版，并且造就了一代甚至是两代华尔街专业人士。

然而，在这之后 40 年，本杰明·格雷厄姆的真理成了每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人的真理，并且几乎不存在超出他的技术的希望。投资相似于另一种具有竞争的游戏，那就是战争。不时的，就有一种新的技术出现——短剑、大弓、机枪、坦克、雷达——并且横扫这个领域，然后另一方也采用了它，于是对峙局面又重新出现。同样地，到 20 世纪 70 年代早期，格雷厄姆的技术已经被整个投资界采用。因而，为了拥有优势，一种新的武器亟须出现。

在《金钱蜜蜂的舞蹈》[1]（后来重新发行为《保护好资本并使之增长》）中，我注意到了这一点。

近在 20 世纪 50 年代，公众们大规模地进入了市场，进入了几乎每支可能的股票。他们对此了解得并不多，并且是极度地感情用事，结果造成了市场充斥着扭曲变形……最终导致了一个有缺陷的市场，专业人士们在其中赚取了大笔的钱财。

现在，情况已发生了急剧的变化。公众们已撤出了市场，取而代之的是大批的特殊群体，这里充满了计算机、统计学研究，最新的真实情况，永久性存贮，可恢复和显示系统，各种各样的武器。现在宇航员的技术并不如第一次世界大战中的王牌驾驶员，但他拥有了斯帕德的替代品法托姆：十倍的速度，一百倍的火力，黑匣子、雷达这些工事。我估计今天的一架战斗机就可以消灭第一次世界大战中所有的空中武力，而今天的分析家可凭借他的信息库和实时显示，占领很大一块领地，在这里，一大群本杰明·格雷厄姆式的统

① 《金钱蜜蜂的舞蹈》，哈珀 & 罗，1974。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计学家们都没法赶上他。

你知道现在在美国大约有多少具有资格的证券分析家吗？大约一万人——并且还拥有计算机！下次，某个经纪人打电话说一声：也许是“关注房产股”的时候了，请注意数以百计的分析家们和他们的计算机以及他们提供的几十亿美金已形成了一个完整的体系。你不要再去试图超越法默·乔，这是一种极易操作的分配系统，你能运用好法默·乔分析方法就足够了。

接下来，我想向非专业投资者建议一些简单的检验标准，以供使用，来代替完全格雷厄姆风格的分析：

近年来，道·琼斯指数倾向于在收入的7～12倍间波动。一个合理的投资范围应在10～12倍之间。

那些为数不多的利润很高并且逐年都保持持续增长的股票当然是属于特别的一类。一般说来，这些股票价格很少在收入的15倍以下，它们在攒高至收入35倍以上后，将可能跌回。

有形资产价值是一个有用的量度。道·琼斯平均工业指数通常在它自身账面价值的150%左右。比这高得多的定价可能是难以支撑的，而很低的定价则可能是廉价买进的机会。

最后，当许多股票以低于它们流动资本价值的价格出售时，你一般可以采取建设性的态度来对待市场①。

那本书的编辑，已故的弗吉尼亚·西鲁，是格雷厄姆的一位朋友，并将书送了一本给他，这使我有点担心，就好像

① 《金钱蜜蜂的舞蹈》，哈珀 & 罗，1974。(《保护好资本并使之增长》，克拉克森·波特，1983。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个神学院学生的论文由教皇来评分一样。

然而，令我感到轻松和高兴的是：尽管这本书与格雷厄姆已发表的观点难有共同之处，他还是比较宽宏大量地写了关于这本书的看法。

直到两年之后，当我读到他去世后出版的关于他在1976年指导的一个研究会的副本时，我才真正明白这是为什么。

“我不再提倡用详尽的证券分析技术去寻找处于优势的机会”，那时候格雷厄姆这样说道，“在40年以前，当我们的教科书‘格雷厄姆和多德’第一次出版时，这确实是一项有回报的活动，但从那以后情况发生了很大的变化。在过去，任何受到过良好训练的证券分析家都可以通过详细的研究做好选择低价股这样一项专业工作；但是按照现在正进行的研究的数目之庞大，我怀疑在绝大多数情况下，这些众多的努力是否能产生足够的证实他们价值的选择，在有限的程度上，我支持现在被教授们普遍接受的‘效应市场’这一思想流派”。

接着，格雷厄姆在两个准则的基础上，建议了一套高度简化的识别低价股的方法：

“我的第一个方法更加有限了，仅限于买低于他们流动资本价值或净流动资产价值的普通股票，而不考虑设备和其他固定资产；并且要求流动资产中扣除一切债务。这个方法，我们广泛应用于经营投资基金，并且在三十多年的期间内，我们肯定每年赚了20%左右。但是，过了一段时间，在20世纪50年代中期之后，因为市场上普遍哄抬证券价格，这种买的机会变得几乎没有了。但从1973—1974年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大跌起，这类股票的数量又恢复过来了。1976 年 1 月，在标准·普尔 500 指数的《股票指南》中，我们数出了一百多只这样的股票，约占总数的 10%。我认为这是进行成体系投资的一个简单明了的方法——再说一遍，并不是建立在个人成果的基础上，而是根据预期的集体成果。”

他的第二个方法，他说，与第一个在根本原理上是相似的。它包括以低于它们流动的或者内在的价值买成组的股票，这由一个或者多个简单的准则来简单说明。我比较喜欢用的标准是七倍于所公布的过去 12 个月的收入。你也可以用其他一些准则——比如分红要在 7% 以上，或者账面价值是价格的 120% 以上，等等。在过去的半个世纪中——1925—1975，我们刚完成对这些方法效用的研究。在这么长期间内，它们一直表现出每年 15% 甚至更好的业绩，或者是 DJIA 最佳成绩的 2 倍。我对这个建立在三个基础上的综合方法三重优点都很有信心。这三个基础是：(a) 逻辑性正确 (b) 应用简单 (c) 有好的使用记录作为证实依据。实际上，这技术可供真正的投资者们去利用投机者们经常发生的过分的乐观与担心。

在 1976 年，格雷厄姆和他的合作者们完成了从 1925 年开始的，历时 50 年的，对他那个简化后的准则的应用情况的统计。从而证实：除了他原来准则的第一条，即“必须以低于它流动资产的 2/3 买这支股票并以净流动资产的 100% 卖掉”，其他任何一条都带来了极好的成绩：

准 则 #2

2a. 公司的负债必须低于它的价值。也就是说，债务与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有形资产的比值必须低于 1。其中将优先股按债务来计算。

2b. 盈余净收益率（也就是价格/收益比的倒数）必须是现行 AAA 级债券收益的 2 倍。那么，如果一只股票以 10 倍于收益的价格出售的话，它的盈余净收益率就是 10%。如果以 5 倍于收益的价格出售，它的盈余净收益率就是 20%，以此类推。因此，如果 AAA 级债券产生 5% 的利润，你就可以买盈余净收益率为 10% 的股票（或者说价格是收益的 10 倍的股票）。如果 AAA 级债券产生 10% 的利润，那么股票的盈余净收益率必须是这个数目的 2 倍，即 20%，或者不超过收益的 5 倍。

准 则 #3

3a. 公司的负债必须低于它的价值。

3b. 红利收益必须不少于 AAA 级债券收益的 2/3。那么，如果 AAA 级债券有 6% 的利润，则股票的收益至少必须有 4%，如果 AAA 级债券有 9% 的利润，则股票的收益至少必须有 6%。

格雷厄姆和他的同事们同样证明：符合这三个准则之中前两条的股票，在过去的 50 年期间，已经提供了平均每年 19% 的增值率，其中不包括红利以及佣金，可以与道·琼斯指数的 3.5% 相比较（如果包括红利，则为 7.5%）。

综合第二及第三条，其结果几乎是相同的：18.5%。

格雷厄姆花费他一生的时间来证明了他的基本准则（这里的第一条），并且了解了它的效用，所以在他 1975—1976 年的工作中，并没有再核算增值率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖股票的准则被简化了：

1. 在你的股票已上涨了50%后卖出；

2. 两年后卖出，无论哪个准则满足在先；

3. 如果分红被取消，则应将股票卖出；

4. 当收入下跌很多，以至于当前市价只是最新买入价的50%时，应将股票卖出（换句话说，卖出准则的第一条只适用于有前提的股票）。

格雷厄姆对如何买入则作了如下假定，即所有列在《穆迪》和《标准·普尔指南》上的合格股票都被买光了。今天的投资者运用格雷厄姆的简化标准将可以买到至少几打的股票——越多越好，即使这意味着买入了额外的份额。一个人自己的喜好和主观考虑切不可带入这种操作。如果投资者除了一些数据外，对他所买股票的公司情况一无所知的话，这没有任何害处，甚至有可能最好不过——如果他把鸡蛋放在了不同的篮子里，也就是说，他已经拥有足够多样化的股票投资组合，那么偶尔的过失不会带来什么灾难。

运用格雷厄姆的方法

普通的投资者可以像格雷厄姆希望的那样成功地运用他的方法吗？如果他具有普通的见识、数学方面的爱好以及耐心的话，我相信他一定能。他甚至可以不必去做他自己的工作。如果他在经纪行业的往来关系中设法寻找的话，他终究会遇到一位有资格的实践者，可以提供建立在格雷厄姆方法的基础上的建议，供投资者使用。因为这是如此地简单，投资者应该借助查询标准参考书和公司的报告，毋庸置疑地检

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查他的建议者的计算，并且坚持持有很多的股票。有一个问题就是，经纪人必须要生活，这就意味着他们必然会导致佣金的产生，但是格雷厄姆的方法是如此单调和无趣，如此缺乏感召力，它不能为经纪人提供足够的佣金来让他们将它作为提供给顾客的方法的基础。他就希望这项技术能与一个好的题材结合起来，其中包括不惜放弃其方法的原则。

格雷厄姆的追随者很喜欢做此类研究——并且，这也非常有趣，因此他被建议去做他自己的工作，从借助于计算机进行基本挑选的服务开始。然而，在这个任务上，他必须运用一点智慧、经验以及训练，必须理解简单公式之后的本质，而且，当公式不再适用时，还得继续努力。

标准·普尔 500 指数的《展望》偶尔会刊登一系列价格低于净流动资本，并且以账面价值打了折的股票。其中一例被收录为附录Ⅵ。

《投资概况》定期刊登一系列价格低于净流动价值（或清理价值）的股票。其中有一例被收录为附录Ⅶ。《福布斯》杂志每年都刊登一系列“滞价证券”或者以低于设定账面价值出售的公司。其中一例被收录为附录Ⅷ。

由洛杉矶的詹姆斯·雷经营的一家服务机构提供了一系列计算机列出的股票清单，这些股票符合新格雷厄姆准则的条件。其中一例就是第 297 页上的附录Ⅸ。

直到生命的最后，格雷厄姆还是继续对他新的投资方法进行试验，这些新的投资方法是他原先观点的进一步简化。他回想式地去测试，这些技术是如何得到满意的结果的。

格雷厄姆以前的一些同事正运用他的方法来经营他们的钱财。但我对他们的前景有点怀疑。一个人可以在昨天之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的任何时候，使用计算机设备推导公式。事后我们认识到，这些公式可以让一个人很成功地经营好他的钱财。但是，这样的方法在今后再也不需要了。任何公式都可能因一些事情变得一下子废弃不用了。随着越来越多的仿效者“跳入水中并搅浑大片的水”，它自身成功之处最终将成为它自身失败的原因。

如果这种变化比大多数格雷厄姆追随者所期望的更快的话，我是不会吃惊的。在世上很少有什么确定的事。一种利用当时可获得的信息即可赚钱的方法，并且这种方法简单、易操作、安全——而不用像大部分投资那样猜测未来会发生什么——在特定的时期内，这种方法必将会拥有一批追随者。在那点上，格雷厄姆的追随者们将不得不放弃他们的方法；随着机会的减少，本来他们意愿中以净流动资产的 2/3 买的股票，现在不得不对以净流动资产的 80% 买到就满意了；本来定在收入的 7 倍，现在变成了 8 倍，等等。然后，所有明显的机会将会被争抢——一个有限的“有效市场”将会产生。然后，那种“老式”的费力的分析家，比如说他是经过那本难以克服的《有价证券分析》培训过的，借助于计算机他将再次得到自己应得到的东西。这样一个分析家将能够发现现在的格雷厄姆追随者用其不成熟的方法所不能发现的价值。就好像一个有雷达装备的水手可以冒险向前，而没有这种装备的水手只能被困在港湾。在格雷厄姆学校中，完全老式的、传统的格雷厄姆式分析家比那些过分简化的现在的格雷厄姆追随者要有优势，并且在市场中，“价值”方法会被过多地使用。从而，哪里有机会，哪里才有增长。

车轮将会转过整整一圈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关格雷厄姆的脚注：

特威德·布朗

当铺老板

如果你拥有许多真正收藏品，它们自从被买了以后就已经增值了很多并可以卖一个相当可观的价钱，你会怎么办？杰出的西方石油公司的阿曼德·哈默博士以及比利时银行家巴伦·里昂·拉伯特从众多解决办法中采纳的是：买下一家画廊。这种方法可以避免每笔交易付给商人或者某家拍卖行30%或40%的酬劳，你可以直接面对你的顾客，或者你可以收取他一大笔佣金；并且如果你选择了一个好的地理位置的话，你将可以吸引来许多原本无法接近的顾客。当然，从节约下来的钱中，你得付额外的企业管理费。

除了利用画廊卖出存货外，你可以利用它来做些生意：不是卖存货，你可以高价卖出你刚以低价买入的东西。

同样的规律也适用于股票交易者。在两种情况下，股票买入者将会有机会买到非常便宜的股票，即在市场中很多人被淘汰出局的一定时期，当每个人都断定一切都完了时，那么他几乎是惟一的买家[①]；以及当一只不能立即变现的股票的持有者想卖出一部分时，如果他在场的话，这也是一个好机会。

系统地利用这条原则的一家投资公司是位于纽约像家旧

① 奇怪的是，约翰·坦普尔曼玩了同样的游戏——做惟一的买家，但他是建立在地理的基础上：当没有什么人买澳大利亚及加拿大西部的小房产公司的股票时。巴菲特在市场恐慌时期也这样玩过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货店似的特威德·布朗公司。他们总是随时准备以某一价格去买少量的大范围内不同的股票，然后再很高兴地卖给任何一个愿意买的人——当然在高一点的价位上。原先的布朗先生称他们是当铺老板。多年来，他们很好地充分利用了这一有用的功能。通常一接到通知，马上就要经营非常大范围内的证券商品（确切地说，是上千只不同的股票）。其中一些很少甚至从来都没有在柜台里出现过，他们必须有简单而可靠的估价方法。正如发生的那样，多年来，他们已经发现，到目前为止，本杰明·格雷厄姆的估价准则用起来是最安全且最简单的。所以，从某个方面来讲，这里我们有了对实际中格雷厄姆的观点的最后补充。

他们声称，实际上自己是格雷厄姆学说的绝对追随者。基本上，他们随时准备买进以公司的净流动资产的2/3出售的股票，这净流动资产已被各种可想象得到的支出减少了，其中包括为履行将来各项工务的支出。然后再以净流动资产的100%卖掉它们。他们也去按照其他的格雷厄姆准则进行买卖，但是他们几乎从不用简单的格雷厄姆原则以外的法则来进行常规的证券分析。他们甚至真的不关注公司做些什么。他们只是看着手册上的数据。

在20世纪20年代，福里斯特（“比尔”）·特威德曾去参加一些小公司的年会——也许，会同一些股票持有者们一起去。为了招徕业务，他会列一张股东们的名单，然后向他们发明信片，向他们买或卖50～100股。因为不活跃的股票一般都比较便宜，当他得到股票且不再有卖方时，他有时会将股票放到商行的投资账户里去。然后他扩大自己的范围，再补充进更大一点的公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当本杰明·格雷厄姆开始拥有一批追随者时，他的追随者们有时会识别出一家价值被明显低估的公司，然后会注意到特威德·布朗的名字被列在想买或者想卖被关注证券的人的“粉红色单子”上。除此之外，大约有 50 年的时间，这家商行实际上是不为人所知的。

在 1980 年，他们经营着大约 8.5 亿美元的资金并且通常手头上都有 1 000 多种存货；也就是说，那些公司股票的数目有 1 000 多种。他们平均持有时间大约为三年，这就暗示了：在任何一年，大约 300 只股票买进，并且大约有 300 只股票处理出手。每年近似 10％的手头持有股票被合并者或获得者接管。

他们拥有的股票以 100 万美元为中值，在 50 万美元到三四百万美元之间的一条平滑的曲线上变动。他们有一些几百万的投资，这通常都是在他们已有效控股的公司（本杰明·格雷厄姆偶尔也会处于控股状态：除 GEICO 外，还有费城 & 瑞德公司，以及大西洋，海湾和西印度群岛汽船公司）。

水中的钓钩

作为特威德·布朗的主要媒介物，TBK 合伙人在以不活跃股票为特色的《全美股票概况》上，列出 2 500～3 000 种不同股票的潜在买家或卖家，在涵盖更多更广范围的“粉红色单子”上，列出潜在的购买对象。他们保存着这些公司的档案资料，并且一旦他们收到某人的电话——比如说，一份地产的执行者——他因为形势有些不好，资金周转不灵而想处理掉价值几百万美元的东西，他们会在很短时间内，做出一份计算书并出价去买。他们把他们的方法形容为“水中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钓钩”。用这种方法他们不断周转着手中的存货。继续以我的画廊比拟，我则称呼这些列出的单子为他们的展览室，或者也许可以称为他们的目录。

公司的有价证券通常有大约70%分布在典型格雷厄姆式的对内在价值的投资上；10%分布在已取得对其控股权的公司的股票上；10%分布在一点都不活跃的股票上。这么做就是凭着懂得一点点煤炭、木材以及没有充分利用的商业资产这些“无形资产”的情况。

TBK20年来的复合增长率远远超过了15%，这是在扣除所有开支，但还没有纳税之前计算出来的。这使它成为一个非常成功的投资，或者说是一个好的但并不惊人的经营，这就看你怎么看待了。考虑到这种方法中包含的最低限的风险，我将它看作是格雷厄姆的方法在实践中一个非常有说服力的证明。

努力改进格雷厄姆的方法

在他们的一个有统计学博士学位的同事的帮助下，特威德·布朗努力去改进本杰明·格雷厄姆的净流动资产准则——比如，通过弄清楚：公司是否付红利，公司是否拥有低的价格收益比率，公司是否一直赚钱或赔钱，或者其他。他们发现：在那些赚钱或者赔钱，分红利或者不分红利的公司间并没有任何的不同。结果证明，与那些以收益的1～2倍出售的相比，买价格/收益比率为6或7的公司股票更好些。其原因似乎是较高的价格/收益比率反映了较好的经营特权。一个2或者3的价格/收益比率暗示了事情非常糟糕，如果公司正在亏损的话，投资者并没有处于不利，因为这样的话，将会促使管理部门更快地卖掉整个公司。由于你已经以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司流动资产的一部分购买了公司股票，你没有付一分钱就得到了它的车间设备，那么资产清算或有效的重置则越快越好。

确切地讲，特威德·布朗所买的股票并没有出色的管理，因为管理得很好的公司是不会折价出售自己的股票的。但是，他们觉得，管理得很平庸的公司通常比本应打的折扣还要折得更多。

特威德·布朗对格雷厄姆的方法在资金的成本方面作了必要的改写。在格雷厄姆时代，利率是低的，但是现在的利率是 8% 或者更高，投资者就必须相应地找到更好的低价股。

由于他们发现“流动资产打折”的游戏玩起来更容易些，因而他们并不曾对公司的隐形资产发生很大兴趣。他们也不会因为这家公司有吸引人的“经营特权”就买它的股票；但是，当一家公司处于打折状态时，他们会立即出动。

即使经过周密的研究，他们在《福布斯》中所列的“滞价证券”，并不曾发现许多有吸引力的情况。而且他们并不相信正成长着的现在的格雷厄姆的追随者的方法，他们发现这方法过于简化了。

克里斯·布朗是老布朗先生的儿子，他喜欢格雷通讯公司。那时它以 22 美元的价格出售，而他认为在破产后进行清理时值 70 美元。公司拥有报纸和电视，并且终将会被拍卖掉。

在 1980 年，他同样喜欢斯特洛，那时它正在以 32 美元的价格出售，却是“一个沉睡的巨人”，破产时其清理价值为 90 美元。他对投资人保险控股公司表现出极大的热情，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商行在1973年开始买这只股票，现在已持有80 000股，或者说10%股份。他们曾以4美元的价格投标买25%的股份，而它的账面价值是6.5美元，并且他们获得了约265 000股。到1980年，该股票的账面价值是11美元。布朗形容该公司为一家经营得很好的小公司，它每年的佣金是1 800万美元。特威德·布朗他们自己经营它的投资证券。

在木材公司中，他喜欢的其中一家是辛普森木材公司，其99%的股份由辛普森家族持有。该公司拥有约1万英亩红木森林，根据近来木材的价格，与股市中每股1.3万～1.5万美元的价格相比，辛普森木材公司每股约为5万美元。

特威德·布朗曾经得出结论：严格按照格雷厄姆路线，他们最多只能经营1 000万美元，但是现在他们已达到了11.5亿美元，并且还开始收到该领域其他公司的资金——这里100万美元，那里100万美元。他们想知道——正如格雷厄姆的追随者们数十年来想知道的——这些机会将会在多少年内可以继续被利用?

数年前，合伙人企业接管一家叫资产投资人基金的共同基金，他们的有价证券投资全部是在净流动资产的交易上。它大约值600万美元，分布在50只股票上。限额基金把公司本身价值打了一个很大的折扣后出售，该基金的有价证券如附录Ⅹ所示。特威德·布朗资本中的空闲资金也被投入该基金中。在1980年，这家基金因为税收问题而宣布破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五　斯坦利·克罗尔

——“我们终将会死去的……”

斯坦利·克罗尔曾经做过13年的商品交易经纪人，在这期间他大约拥有1 000个客户，并且还写了一本关于如何进行商品交易的著作，之后他开始自己做老板，大量的客户跟随了他，事实表明，斯坦利不仅给他自己也给这些客户带来了大量的财富。

此后幸福就会降临

1974年12月9日的中午，斯坦利·克罗尔从位于纽约25号大街的办公室给妻子贾勒特·斯坦利打了个电话，贾勒特正在60号大街的法国联盟学习法语口语。

“我马上就来接你出去吃午饭”，斯坦利说。作为一个职业的商品交易者，斯坦利的工作整天都是与芝加哥、纽约以及其他的几个商品交易大厅直通的行情终端相连，因此，对妻子贾勒特来说，他的邀请简直如命令般不可推辞，于是她毫不犹豫地答应了，并向她的老师编了一个借口。

克罗尔来了，妻子问他到哪儿去，克罗尔告诉他去73号大街，妻子很是迷惑不解：“我怎从没听说过73号街上有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饭店呢?”克罗尔有一头浓密的头发，年龄大约40岁，他神秘地笑了笑。当他们下了出租车后，贾勒特发现自己到了一个汽车陈列室。

“喏，就是它”，克罗尔指着一辆淡棕色的四门罗尔－罗伊斯车，得意地笑着说。

当他们驾驶着这辆豪华的汽车优雅地离去时（车上的表一动不动，后来修理工处理了这个小小的麻烦），克罗尔说：“好了，我已经出来了。”

“你的意思是将小麦头寸全部平仓了?”妻子问道。几个月来，克罗尔和他的妻子一直为他们那令人吃惊的巨额小麦头寸焦虑不安：年初他和跟随他的客户们吃进了250万张合约，价值1 200万美元。小麦价格每下跌1美分，他们就亏损25 000美元，也就是说，价格如果下跌8美分，就会使克罗尔面临破产的境地。从5月到11月，小麦的价格缓慢而又一波三折地从每蒲式耳3.60美元上涨到5.00美元，克罗尔等一伙人也因此有了约100万美元的赢利。这段时间克罗尔觉得市场有些疲软，因而在是否平仓出局这个问题上曾经大伤脑筋。

“不”，克罗尔对妻子说：“彻底出来了，我想把办公室关了，我们已经赚得够多的了。这车是给你的，我们将到欧洲去享受生活。”后来，他们确实这样做了。他们在日内瓦湖边买了一幢别墅，距日内瓦约40分钟的车程。冬天他们到加勒比海乘船游览。夏天他们坐划艇往来于欧洲运河之间。他们打算建一只出租用的运河划艇，并想写一本图文并茂的欧洲运河游览手册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是一个星期一的早晨，斯坦利·克罗尔焦虑地走进办公室里。这并不是一种陌生的感觉，自从买入巨额的小麦仓位之后，几乎每个星期日、星期一、星期二和星期三的白天和黑夜他都在担忧中度过，这样的日子已经有很多个月了。但这次他确实比以往更加焦虑。

周末，他乘坐自己的游船到长岛海湾航行，以便小麦从记忆中暂时抹去，但他没有做到。那时不断有利好消息出现，如某地出现干旱，俄罗斯出现新的小麦需求等。星期一开市后，克罗尔打了个电话给他的经纪人，他设想在一般情况下，这些利好消息将使小麦高开 2 分钱。

“告诉我 3 月份小麦期货的价格”，他急切地对着话筒说：“你查到了吗？”

“4.88 美元，下跌 4 分钱”，交易员说。

克罗尔挂断了电话，情况不妙，甚至可以说很糟糕，是出手的时候了！他按电铃把记录员叫了进来：“请在 10 分钟之内把我的所有的小麦头寸清单列出来”，就在他等待的时候，3 月份小麦价格上涨了一分钱，但很快又继续往下跌，情况真的不妙！当记录员跑着把头寸清单送来时，克罗尔知道该怎么做了，他几乎都没有看清单一眼。

“给我列一份详细的”，他说。记录员在计算机上快速地敲动键盘，小麦又开始反弹了，这次仍未能持续多久，一分钟后，记录员拿来了在下面加上了具体数量并画了双底线的清单。

“是它吗？”克罗尔问。

“是的。”

“你能肯定？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"错不了。"

克罗尔拨通了交易员的电话，平静、温和而果断地说："我要卖出100万蒲式耳的3月份小麦期货，100万，听清楚了吗?"

"哇，100万!"

"对，现在你好好地做吧，把握好时机!"

"你就放心吧。"

在其后的45分钟内，克罗尔又发出了两条各卖出75万蒲式耳小麦的指令。250万蒲式耳小麦可以装满2 000节车皮，总长度可达25英里，这笔交易光佣金费就有15 000美元。克罗尔为保险起见，拨通了他的经纪人手下的客户头寸记录员的电话："我想查询一下上周五闭市后我持有的小麦头寸"，几分钟后他得到了确证：是250万蒲式耳。

与此同时，他的经纪人正在交易大厅内紧张地忙碌着。他等待着小麦价格走强，然后狠狠地抛出一笔。有时他也撤销委托，使小麦价格回升从而吸引一些买单。其他的交易员看到克罗尔的经纪人停止了做空，也就倍受鼓舞。然后，当价格回升到一定程度，并且买单的委托量足够大时，经纪人就又开始大笔抛售。

经纪人不时地通过直线电话向克罗尔汇报他的进展。大约一个半小时后，经纪人通知克罗尔"好了，最后一笔委托已经成交了"，然后他报出了所有的成交情况，克罗尔作了记录并递给了助手："干得好，我想我可以下班了"。

然后他就打电话给妻子，于是就出现了本文开头的一幕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克罗尔是在 5 月和 6 月买入小麦的，事实证明这是正确之举。小麦价格走出了去年 12 月的底部，并在其后的三个月内加速上扬，伴随着理想的成交量超过了前期的高点。随后涨势受阻，并开始下滑，在几周后小麦价格已跌回到 12 月份形成的底部附近，成交量也萎缩到了极点。

就在这时，克罗尔多年的操作经验告诉他，战略性的时刻来到了。他开始为自己和客户大规模地建仓，几乎投入了他的所有资金。小麦价格跌后复升，成交量放大，这更加坚定了克罗尔认为小麦价格总体趋势向上的观点。

然而，如此巨量的小麦仓位使他每天都感到十分紧张。为了避免在市场下跌时恐慌性地抛出，他决定出国旅游，以图减轻心理上的压力。8 月和 9 月期间，他和妻子飞往瑞士，住进了尼翁山上租来的休假别墅，从而避开了电话和每天报纸上登载的商品交易行情。在瑞士的这段时间内，小麦价格时而上扬，时而下降，但总的来说，克罗尔的赢利增加了数十万美元。

随后，为了保持市场感觉，他又回到纽约两个星期，重新投入紧张的工作。他到布洛克岛和新港作了两周的旅游，回来后发现市场已有些不对劲了，在持续了两个星期与日俱增的紧张情绪后，他终于在这个上午作出了重要决定，并在两个小时内抛出了他和客户所有的小麦头寸。

这次操作使得他和客户赢利 130 万美元。而如果他再迟些作决定，他们将在其后的六周内损失 150 万美元。

这次交易是克罗尔职业生涯中的最后一次，也是最辉煌的一次。在三年出色的操作中，他的自有奖金从 1.8 万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成 100 万美元，他的 37 位在不同时期加入的合伙人的资金从 64.6 万美元变成 250 万美元。

克罗尔是在美林商品交易所开始他 13 年的经纪人生涯的。起先，他总是使自己和客户们亏钱，后来他又在许多商品交易所干过，有了许多客户（可能有 1 000 个，尽管他已记不清了，）为几家公司管理商品交易部门，在这个过程中他积累了越来越多的经验。1967 年，他有了自己的公司——克罗尔－达隆公司。虽然后来达隆先生走了，但克罗尔认为两个名字更具有纪念意义。

在这段时期内，克罗尔创造了许多种不同的商品交易合同，并很快成为标准形式，其中包括一种为银币交易而设计的合同，但后来模仿者出现了，他不得不去开发新的品种。

虽然他有一份稳定的收入，并且通过观察、摸索以及失败，他也总结出商品投机交易的许多经验，但他从未能积累任何资金。最后他决心改变一下做法，完全靠自己从交易中总结出结论并贯彻到实际操作中去。他决定在任何情况下都要坚持自己的做法，没有任何改变的余地。由于大多数客户认为在商品交易中如果过于进取，就可能会倾家荡产，因此他失去了大部分的客户，从而基本上永远地摆脱了零售式的业务方式……奇迹出现了，他开始有了赢利。

克罗尔体系

这些年来，克罗尔对华尔街总是持有一种极端嘲讽的态度，但他也从商品交易中学到了许多技巧，其中最重要也是最简单的一条是：在主趋势明显确立之初买入或卖出，而在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个趋势结束时清仓。

举例说明，如果大豆价格形成了强劲的向上趋势，并随后出现了回调，你就应去找出价格支撑点，并在这个价格附近买入。如果大豆价格又向上创了新高，这样就再次确证了上升趋势，当回调又一次出现并且成交量缩小时，你应坚持你的判断，大胆地追加买入。

导致商品交易投机者失败的一个典型错误就是金字塔式的交易方法：在主趋势延续的时候，逐步地加大交易量。结果，当趋势最终逆转时，他会很快地亏损，因为他大部分资金被投资在离顶部不远的区域。与之相反，克罗尔随着主趋势的延续而逐步减少投资量，从而当趋势逆转时，他仍能有很好的收益，尽管最后的几笔交易可能是失败的。

为了说明金字塔法的危险性，克罗尔描述了一位曾经成功预见可可粉价格将从 12 美分上涨到 30 美分的客户的交易经历，这位客户在 12 美分和 14 美分时分别买入了两张合约的可可粉，随后价格上涨到 20 美分，他更加坚定他的判断是正确的，并在这个价位买进了 20 张合约。每天晚上，他都要到可可粉投资者经常出入的酒吧去娱乐一番，那儿充满了令他兴奋的传闻和故事。

可可粉价格涨到 20 美分后出现了回调，克罗尔的客户由于持有过重的仓位而十分紧张，并在 17 美分的价位上全部平仓，最后在整个交易中总共亏损 20 万美元，虽然他从未怀疑可可粉可以涨到三十几美分，并且后来情况确实如此。

当主趋势确实在改变时，克罗尔总是选择不利趋势中出现的有利时机出局。换句话说，如果在土豆上做多，当市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见顶回落后，他总是在市场反弹时卖出，而不是在市场虚弱的时候。

那么该如何去判断市场的主趋势呢?

克罗尔认为，谷物的趋势最容易判断，因为它们的走势就像在铁轨上行驶的列车一样，你可以断定这个趋势将延续一段时间，即使后来会偏离轨道。克罗尔发现，小麦和大豆是其中最好的投资品种，因为它们的市场大得难以操纵。玉米则要差一些，尽管它在某些用途上是大豆替代品，走势也和大豆类似。

克罗尔说，市场越是广阔，主趋势就越容易判断。

我发现这在股票市场也是适用的：通用公司股票的趋势通常很容易判断，事实上可以说是整个股票市场的指向者，而小盘股的走势则有些飘忽不定，反复无常。

克罗尔描述了土豆价格是如何被“卑劣”地操纵的：投资者或投机者即使能正确运用经济学中的供求原理，也终究会败在操纵者手下。不同品种的土豆合约替代性很差，而对于某个级别黄玉米，则可用更好的或差一些的玉米代替，只要价格上加一些或打个折扣。类似地，你可以用世界上任何国家的可可粉来清偿合约。

克罗尔坚持认为永远不要与市场作对。如果正在你买入的时候主趋势逆转，不要执拗，卖掉它，然后离开市场去重新思考。

你必须抛弃摊低成本的想法，尽管这种方法在股票市场常常是有效的。在商品交易市场，部分保证金制度往往会让你破产。如果铜的生产成本是60美分，而现价是55美分，你可以用所有的现金买入，你迟早会获利的。但对于商品交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易而言，比方说保证金率为10%，如果合同价从55美分下跌到45美分而没有反弹，你就会因为缴不起追加的保证金而被迫清仓破产。

商品交易的一大难题在于当交易规模很大时，你不得不承受可能会碰上一连串涨跌停板的巨大风险。对于每种商品，交易所都限定了每天最大的涨跌幅——比如每天5美分/蒲式耳。当商品交易达到这个限定时，这天的交易就结束了，尽管那儿还有大笔没有成交的委托单。这个规则让市场隔上一夜后再开始交易，以使人们对突然的波动有理智的反应，避免一窝蜂的市场行为。然而在那种情况下，你的损失几乎是无法估量的，实际上你根本无法保护你自己。你可能一直想要清除危险的空头仓位，但是你根本没有机会，每天开盘后价格就跳到涨停价，交易便停止了。

在极偶然的情况下，你可以利用某种方式逃出来。例如白糖，你在美国市场上因为停板限制而无法交易，你可以在伦敦市场作相反的交易，如果这还不行，那么你可以试试期权，但这一切代价是十分昂贵的。惟一真正有效的保护方法就是在主趋势形成时介入，主趋势逆转之前出局。

在20世纪60年代末到70年代初期间，这种停板日的现象使华尔街上的许多急于发展业务，但又忽视了客户财力的公司消失了。当停板日连续出现或者间歇发生时，有些客户因付不起需要追加的保证金，经纪人公司只好自己弥补这些损失，许多著名的老字号公司因此破产。

克罗尔认为，商品交易的基本技巧可以概括为以下四条原则：

1. 判断主趋势，准备采取行动；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 沿着主趋势建仓；
3. 随着主趋势的延续，逐步减少建仓量；
4. 当主趋势走完时，将程序反过来进行清仓。

这就是克罗尔交易方法的全部，“这非常简单”，克罗尔说：“任何人只要能倾注其全部的精力，并且愿意跟我一起干上几年，我就可以保证他一定会成为一名优秀的商品交易者。”然而，我认为这如同在一条窄木板上走路一样，问题的关键在于跌倒后的后果：在放在平地上的木板上行走是轻而易举的，但如果木板架在尼亚加拉峡谷上呢？同样的，如果做错的损失仅有 10 美元，那么按克罗尔所说的方法去做是很容易的，但如果像克罗尔所经历的那样在市场中耽搁了几个星期就会造成 150 万美元的损失呢？因此，你还需要钢铁一般的意志和超乎寻常的自信心！

克罗尔对他的交易方法的简单描述使我想起了比尔·蒂尔登的关于网球的著作：一切都那么简单，你长着 1.9 米的高个，体格十分健壮，相貌也颇英俊，微笑间你大力发球，用力是如此之猛以至于这时的球被称作“炮弹”更加合适，球在对方半场留下一个擦痕便飞出场外，对手目瞪口呆。如果说第一个球有些不可解释，你又轻轻地发了第二个球，球强烈地旋转着从空中越过了对手，对手将球拍扔向空中或使出其他的怪招也许能把球击过球网，但你早已迅速移向前场，如同狮子扑向羚羊一样，凌空还将球抽向底线，于是你轻而易举地获胜了，这确实比较简单，但如果你不是比尔·蒂尔登，又会是什么情形呢？

同样的，你不要对克罗尔的方法给予过高的期望值，除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非你就是克罗尔，有着一样的经历，一样的性格，一样的判断力以及一样的对恐惧和贪婪的控制力。

并且，克罗尔所说的“倾注全部精力”对于太多投资者来说都是很难做到的。他在办公室的每分钟都在关注他感兴趣的商品交易行情，他让职员不要跟他说话，如果他不得不发出指令，他也更情愿用手势表达。他不会离开办公室去做消防演习，甚至下楼时也是通过挥手的方式向同事告别。

克罗尔说，你要想在商品交易投机中赚钱，你就必须抛开任何其他的白天活动。

废　物

克罗尔告诫自己远离一切外界的评论和任何没有得到证实的传闻。这也不完全是真理。这条标准意味着他不需任何的信息，他不必关注除了市场以外的一切情况。我刚开始听到时感到非常不可思议，但经过他的解释后，我发现其中蕴含着深刻的道理。

首先，所谓的“事实”可能是虚构的，发出这些信息的目的往往就是为了欺骗投资者。

第二，你不知道信息是否完全——故事只能读一半还不如不读的好。

第三，即使已符合前二点的要求，即信息既真实又完全，但任何真实的信息都已反映到市场表现之中。

“比如说可可粉，”克罗尔说：“可可粉基本上产在格纳和尼格里尔，有关可可粉的消息也基本从这两个国家的可可粉市场信息公布栏传出，而这个信息公布栏其实是为他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可可粉种植者获得好的卖价服务的。”

“其他商品交易的信息也是同样的。例如：近年来小麦价格的大幅波动常常是由于俄罗斯和其他外国政府的购买引起的。但他们根本不会真实地宣布他们将会做什么，他们通过在各种市场上散发一些欺骗性的传闻来掩饰他们的交易。那些轻信内幕消息的投机者其实已被卷入一场极易受骗的游戏。如果你能正确分析市场的各种表现，就会知道事实的真相。”

“另一种极具误导性的信息就是类似于‘大陆谷物公司正在买入’之类的传言，如果经纪人打电话告诉我这样的信息，我马上就会挂断。大陆谷物公司可能是在受别人的委托进行操作，或者只是为平衡在某月某物的头寸而在另一个月持有相反的头寸，并且它还可能是为了迷惑市场而进行买卖。”

总之，那些商品交易新闻报刊以及类似的媒介所发布的消息基本都具有误导性。要想获得成功，首先就要把这些消息从你的头脑中清除出去。克罗尔讲述了他与一位客户会面的情形，这位顾客是华尔街上一家著名公司的证券分析师。克罗尔自行决定买入了胶合板远期合约，这位客户非常焦虑，他来到办公室告诉克罗尔，他刚刚参加了一个证券业人士召开的佐治亚州太平洋会议，会上预测胶合板价格将下跌。

“并且还不仅如此”，分析师说，他拿出《时代》刊物上发表的一篇文章，文章分析了胶合板工业的状况，并且认为胶合板价格必定会下跌。

“请拿走这个东西”，克罗尔很生气地吼道，“把它锁到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

箱子里去！你应该明白那样会比放在我的桌子上好得多，那些东西全是废物！”讲完这个事件，克罗尔仍感到十分愤慨，就好像素食的主教徒被食人者提供了一盘人肉一样。一切都是错的，首先，《时代》中的文章未必是真的，更糟的是，文章是以劝说的口吻写的，其次，如果文章内容是真实的，那么市场也早已作出了反应。

克罗尔告诉我，有一天，来自某著名国际银行的一位年轻人走进他的办公室对他说：“我们知道你正在买入铜。”克罗尔一般并不回答这种问题，但这次例外，他说，“是的”。

“我们正在伦敦抛售铜”，年轻人继续说，“我们的一家银行和其他的权威机构的研究报告表明世界上的铜真是太多太多了。你为什么不等上一年再买呢?”

“因为它正在上涨。”克罗尔说。年轻人懊恼地离开了，留下了一大堆的研究报告。几天后，一位中国的交易代表出现在伦敦，迅速买进世界上所有的浮离不定的铜筹码，市场价格如火箭一般上扬。

上述的例子可能是极端罕见的。克罗尔又指出了一个常见而又有用的事实，玉米在 11 月收获，但关键的生长时期是在夏天，在经历了几个月的干旱后，一位专家经过在印第安那和伊利诺斯实地考察后指出，干旱的时间太长，雨季即使来临也于事无补了。显然，玉米收成会很差。

如果玉米已经从 2 美元上涨到 4 美元，那么这个消息并没什么用，即使是对的。但如果玉米仅上涨到 2.20 美元，照理说应该买入了。但市场可能对其他的事实更加感兴趣，比如俄罗斯玉米大获丰收，结果人们就不会太在意美国中西部的干旱了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我问克罗尔，如果一个人真的搬到印第安那去并成为一位玉米专家，那会怎么样呢？克罗尔回答说，那可能会很好，但需要超人的耐心。克罗尔每时每刻都在关注十种不同商品的交易行情，以记住足够多的数据，当需要时，这些数据就会形成一幅幅走势图供他参考。夜间，他躺在床上回忆白天的行情，直到从某个图表中发现点什么。如果让他整天在印第安那的玉米地里走来走去，他恐怕会因渴盼回到华尔街而烦躁至死的。

克罗尔认为，一个人如果不知道大家在干些什么，他最容易摆脱的就是群体本能，从而拒绝听取所谓的“传闻”。经过一年的经验积累后，经纪人就不能再告诉他层出不穷的传闻了。

几年前在芝加哥跟一家谷物交易公司的总裁会面时，克罗尔问他知道这种公司买卖的信息会有何作用，总裁说不会有任何作用，因为他的公司可能会是通过一个经纪人卖出，而通过其他三个经纪人买入。尽管如此，当美林传出大陆谷物公司在买入的消息时，几乎所有的公司都有客户跟随风买入。

克罗尔讲述了另一位客户的故事，这位客户在一艘商船上做无线电接收工作，每次上岸后，他经常在商品投机交易中把航海所赚的钱输得精光。他总是坐在克罗尔办公室的凳子上，研究他感兴趣的商品价格走势的图表，并用一支彩色铅笔画来画去。有几天他坐在这里，但一直都没有发出一条委托。“也许这家伙将会从此转运。”克罗尔自言自语。一天早晨，克罗尔的职员大声宣布：“邦奇（一家大型的交易公司）正在买入小麦。”这位客户立刻跑向受理委托的职员，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差点儿摔断了腿，下了一条买入的委托。小麦价格下跌了，于是他又和往常一样输光了积蓄。后来克罗尔问他："你为什么那样做呢?"

"我不知道"，接收员说："也许我被搞烦了?"

克罗尔的法则

克罗尔在《职业商品交易者》一书中列出了他的交易原则，这些原则可以视为他交易方法的根本所在。他所有的成功的交易均验证了这些原则，而失败的经历也都因为违背了其中的某项原则。

每天晚上，他总要为他关心的商品填一张大卡片，指出长期趋势、短期趋势、目标价位以及他的现有操作思路。他从不背离写在卡片上的操作思路，想到什么就做什么通常会付出高昂的代价。

他不会介入一个已反弹过度的交易品种，他坚持只有在整个趋势看来已十分明朗时才会介入。他一般紧盯着8～10个商品的交易行情，直到某个品种出现值得投资的趋势。

许多大型经纪公司的服务费要贵很多的一大原因就是他们随时为客户提供自己对所有交易商品的行情评论。克罗尔指出，真正杰出的商品交易者少之又少，一家经纪人公司未必就能找出一个。许多已注册的经纪人自身是失败的交易者，但却是值得称赞的推销员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

150 万美元的损失

正确地建仓是很困难的，要想很快完成几乎不可能。你需要几周或者更多的时间。克罗尔在他的著作中对此作了描述。

他在 1971 年 11、12 月份确信白银价格将上涨，并在 1.4 美元附近建仓。1972 年初他在 1.55 美元抛出，他认为价格仍可走高，但他可以在更低的价位接回来。然而，白银价格一口气冲到 2.5 美元。他仍然坚信银价将会上涨得更高，他决定三个条件具备后再买进：第一，出现40%～50%的回调；第二，成交量萎缩并且市场人气不旺；第三，跌到一个合理的支撑价位，如前期形成的成交密集区价位。

不幸的是，银价仍没有回调，又继续上涨至 2.70 美元。克罗尔说这段时间他体重增加了 10 磅。

最后，趋势终于逆转了。3 月 1 日白银涨停，3 月 2 日高开，然后一路走低，收在 2.64 美元的低点，3 月 5 日白银跌停，克罗尔认为机会来临了。

他断定 50% 的回调幅度将使 7 月份白银的价格跌至 2.20美元，同时，他认为现货白银的支撑位在 2.05～2.10 美元之间，相应地，7 月份白银支撑价位应在 2.15～2.25 美元之间。

他决定等待等待再等待，直到白银跌到这个价位，不管其间会有什么情况发生。两周后银价果真跌到了2.20美元，并在这个价位盘了一个月的时间，克罗尔在这期间买入 125 张白银合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真是太悲惨了！4月17日，7月份白银价格下跌到2.12美元，克罗尔的账面亏损达12.5万美元。他继续在2.13美元的价位购入40张白银7月份合约。银价在这个区域又盘了近三个星期，但成交量逐步萎缩，并且投机者做空能量消耗贻尽，这意味着一些有实力的买者开始建仓。

于是，克罗尔在2.15～2.19美元的价位间又购入35张7月份白银合约。

5月3日，7月份白银价格从2.14美元上涨至2.22美元，到了5月8日已上涨至2.29美元，随后的一天又涨到2.35美元。5月15日，7月份白银价格冲高到2.55美元后回落至2.36美元，克罗尔又买进10张合约。

在银价回调过程中，许多投资者疯狂地恐慌性抛售，而一些大的机构和职业投资者仍像往常一样冷静地买入。经过了一系列的猛烈震荡，5月25日，7月份白银的价格上涨至2.51美元，当天闭市之后，冶金局宣称该年头三个月白银的工业消费量猛增，而相应的白银库存远远低于预测量。受这个利好消息的刺激，第二天白银市场涨停。

克罗尔现在共有210张多头白银合约，他既希望白银价格继续上涨，又希望能出现回调，以使总共持有的头寸到至少能增加到300张合约。6月11日左右的一个星期，银价出现了回调，于是他在2.55～2.65美元价位上又买了70张合约，为了避免交割，他把7月份合约全部转换成3月份合约。

使他胆战心惊的是，8月1日到9月1日期间，3月份白银的市场价格从3.13美元下跌到2.61美元，这意味着克罗尔和他客户的账户赢利减少了约150万美元！9月初，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场经过短暂反弹后又下跌到2.61美元，克罗尔也慌了神，抛掉了90张合约。9月14日下午2点，他意识到市场将收盘于最高价，也是全周的最高价，所以他断定下跌的趋势将逆转，于是他迅速买入50张合约，价格甚至比卖掉的90张合约还高。

市场回升到3.12美元，然后又下跌到2.86美元附近，克罗尔认为这是市场的中线支撑价位，于是又买入了70张合约，现在他总共拥有310张合约。紧接着又出现了一系列的利好消息，如邦克·亨特准备交割2 000万盎司白银，瑞士银行正在减少空头仓位，以及许多机构正在买入等。结果短短的几天内，3月份白银的价格就上涨到3.18美元，12月5日回落到3.00美元，许多信心不足的投机者抛出了手中的筹码，但这并未对多头的攻势形成影响，1月8日，3月份白银价格已经上涨到3.44美元。

克罗尔在大约3.42美元的价位抛出了160张合约的白银。

过了一段时间，什么事也没有发生，但克罗尔不想再等下去了，又抛出了手中另一半头寸，尽管他预计会有更高的价位出现。

根据办公室职员的计算，他们不仅弥补了在危机中损失的150万美元，另外还有30万美元的赢利，这意味着他们这次在不到二年的交易中赢利180万美元。

贸易的一些策略

克罗尔认为除了240美元/年的商品交易图表信息服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，其他没有什么有用的经纪和统计性的服务了。克罗尔一旦对某个交易品种发生兴趣，他便每天订阅图表，并持续地研究。他曾试过技术图表、移动平均线以及其他的分析方法，但最后还是运用了普通的曲线图。他认为单纯地分析某一天的成交量和公开市场利率是没什么用的，只有将每天每个时点的数值连接起来综合考察，才能预测其基本走势。

克罗尔指出，利用商品期货交易可以实现套汇投机，尤其在直接的套汇行不通时：例如，在纽约买入可可粉做多，在伦敦设置相等的空头头寸，如果美元与英镑的比价不变，这两个交易抵消。如果像最近几年那样英镑下跌，你就会获利。当银行不接受除可以确定的商业意图外的套汇委托时，这个方法便显得十分简便可行。

克罗尔把商品交易所里的经纪人比喻为一群奇怪的人。有一天他在芝加哥交易所，恰逢玉米交易场里有许多卖者，而没有一笔买者。这时美林的大厅经纪人出现了，带来了一笔大买单，大群急切地想得到业务的经纪人迅速地扑了上去，出现了令克罗尔瞠目结舌的是，他们居然扯掉了那位经纪人上衣的两个袖子。

另外一次，他来到一家商品交易所，为了节约委托费用，他自己跑到大厅以执行一笔交易，但他对正在发生的事情摸不清头绪，更令他奇怪的是，当他大声叫喊委托时竟没有人愿意跟他交易。最后，就像一个找人玩弹子球未果的小孩一样，他只好回到了自己的办公室，向大厅里那群人中的一个打电话进行委托，结果很快成交了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断准确，又能坐得住

克罗尔最喜欢的一本书是埃德温·勒菲弗写的《一名股票交易员的回忆》，这本书以自传体的形式虚构了杰西·利弗摩的经历。

主人公描述了自己是如何领悟到紧紧抓住主趋势的重要性的：

> 回忆我在富勒顿办公室的交易情况，我发现尽管我对市场的判断百分之百正确，但我并没有因此而赚到相应多的钱，为什么呢？
>
> 首先在多头市场开始时，我是非常乐观的，并且根据判断买进了股票，股票上涨了，一切都如我所预料的那样。但接下来我该怎么做呢？我听了年长的政治家的演讲，控制住了年轻易冲动的情绪，我决心做得简明、小心、保守一点。任何人都知道应先确保利润，然后在回调时接回你的股票，我正是这么做的，我经常在卖掉已获利股票后，等待着从没出现过的回调。我经常看到我的股票上涨了超过 10 个点，而我在刚涨了 4 个点时就把利润装进了这个保守的口袋。这些利润确实不会让我贫穷了，但也不会让我在一个大牛市里变富的。
>
> 我本来应该能赚 2 万美元，我却只拿到了 2 000美元，这就是保守主义所带给我的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克罗尔主张远离一切所谓交易俱乐部之类的场所，他总是一个人单干，他认为人越少越好。

下面是摘录的利弗摩书中的另一段话，克罗尔把它印在一张卡片上，放在自己的办公桌的抽屉里：

> 在华尔街呆了这么多年，并且在亏损和赢利过上百万美元之后，我想告诉你，不是我的判断让我赚了这么多钱，而是因为我坐得住。知道了吧？是我的忍耐力。正确地判断市场并不需要多高的技巧，你总能在牛市和熊市的开始发现许多先兆，我知道许多人能在恰当时候正确地买入和卖出，价位也足以让他们获取极大的收益，就和我的经历一样。但他却很少能赚到大钱，判断既准确又能坐得住的人是很少见的。我发现这是最难做到的事情，股票交易员只有牢牢掌握这点才能赚大钱，可以毫不夸张地说，明白这个道理后赚几百万要比以前赚几百还要容易。

克罗尔说，如果要想成功，你必须持有商品头寸至少 3 个月，这是最低的界限，平均应持有 4～5 个月，如果你做得好，你可以赚到七八倍的钱。做短线的收益甚至不能弥补频繁的委托、出价、查询的费用。

你必须有一个做长线的概念，比如小麦会从 2 美元涨到 4 美元。如果你认为小麦仅能从 2 美元涨到 2.1 美元，恐怕在 2.07 美元的价位你就会急切地抛出。这样就会阻止你在主趋势中的小波动中坚持看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克罗尔曾经把杰西·利弗摩的一句话打印出来，并将其放在自己的电话前："赚钱不靠买卖，而靠耐心"。他过去每天都要把这句话读上几遍。

如果克罗尔的目标是 4 美元，而小麦现在涨到 2.4 美元，他会在回调时继续买进，而不是抛出。如果小麦继续从 2.4美元下跌到 2.3 美元，并且成交量萎缩，他还会增加仓位。

你不仅要判断主趋势，还要设立一个赢利目标。这样，你就会在有了巨大赢利时仍能保持足够的耐心和勇气。

要做到在赢利十分丰厚时仍持有仓位是很不容易的，尤其在你还是个穷人时。例如，有一次克罗尔用自己的 20 万美元开始交易，结果交易很成功。他的财富增加到 40 万美元，他的妻子贾特勒开始怀疑是不是该抛出了。

"不，"克罗尔说，"我的目标是 60 万美元。"不久市场下跌了，他的账面价值锐减到 25 万美元。贾特勒和他大吵一架："如果再回到 40 万美元的话，"她问，"你还卖不卖？"克罗尔说："不，如果那是我的目标，我现在就会卖的，我打算在达到 45 万美元后的第一次回调后买入更多。"

在《职业商品交易者》一书中，克罗尔分析了几位顾客的交易记录，其中有一位亏损者的交易额是赢利的 2 倍，而亏损额则是赢利额的 3 倍多，克罗尔按照亏损 45％的保证金就止损的原则重新调整了这位顾客的交易记录，结果赢利额比亏损额多了 25％。如果把这条原则运用到另一位顾客的交易，则平均亏损变成原先的 1/6。很明显，这两位顾客都犯了逆着主趋势交易并且不愿意止损的错误。

克罗尔将他们 18 个月间的交易记录和自己作了比较：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他赢利的交易次数是亏损的两倍，平均赢利也是平均亏损的两倍。

跟轮船一起下沉

而另一方面，你会很容易发现遵守这些规则是多么地困难。有多少交易者能对 100 万美元的亏损面不改色呢？有多少人能有 100 万美元去亏损呢？又有多少人愿意承担这么大的风险呢？

你是多么地希望你肯定是对的，但你如何能做到呢？如果行情并不像你预计的那样发展，主趋势延续很长时间后出现了回调，你还会坚持原有仓位不动摇吗？

毕竟，100 万美元是主趋势中出现的回调所造成的，如果回调真的变成了新的相反的主趋势，100 万美元损失可能只是小小的开始。

有一次，克罗尔收到一名男子来的信，信中说当他还是孩子时，问他爸爸，如何才能在期货市场上赚钱，他爸爸回答说："你必须既勇敢又正确。"

克罗尔在回信中问他父亲："如果你既勇敢又错误呢？"

"你就只能跟轮船一起下沉了。"

"不幸的是，他就是这样做的。"回信说。

谁是收益者

一个商品交易账户的平均寿命大约是 6 个月。克罗尔说，如果两个商品交易经纪人凑到一起商量的话，这通常意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着他们的客户将在大约一年的时间内输个精光。问题是，他们是输到市场中去了还是变成委托费用了呢?

请注意这幅阴暗的画面，美国所有商品交易所中的所有客户都在静静地赌博，没有人带着资金离开这场游戏——这使我想起了那个可怕的角斗士的故事：

皇帝为了显示他的伟大，命令上演这样的场面：起先，200 名角斗士分成两组，一对一进行角斗，死者被扔出场外，剩下的 100 名再分成两组角斗，直到剩下最后一个角斗士，靠着皇帝和观众的恩典，终于能活着走出竞技场。

类似的，实际上所有的投机者都会在商品交易中损失殆尽。几乎没人能够克服令人生畏的阻碍——少则 50%，多则 100%的商品交易委托费。商品交易中的部分保证金制度意味着投机者能够控制 10 倍甚至 20 倍于自有资金的资金。比如说，他的 1 万美元可以变成 15 万美元，15 万美元每几周就进出一次，一年就很容易产生 5 000 美元的委托费用。如果他把他的赌注从 1 万美元变为 100 万美元，委托费用就更可观了。

更进一步看，如果他的赌注增加，投机者常常会加大交易数量，比方说，从 20 张合约增加到 200 张，所以当他亏损时，其速度要比当初赢利时快得多，从而他就和没有赢利过一样，很快被市场淘汰出局。

克罗尔的约 1 000 名客户中，许多聪明又有经验的人都亏了很多钱。只有那些获利后就此歇手的例外，如果他继续经常性地交易，迟早也会输个精光。

克罗尔和我采访过的其他一些商品交易专家一致认为，小的商品交易投机者迟早会亏光的。就好像没日没夜地摇角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子机，直到赌金输光为止。这只是时间问题。

委托费用给投机者带来绝对灾难的同时，也给经纪人带来了巨大收益，他们对这种邪恶的交易充满着讽刺意味的热情，就好像一个世纪以前把鸦片强加给中国人那样。

克罗尔说，他听说在一些交易所内的几个经纪人能不断地获利，但这是建立在欺骗场外客户的基础上的，因为他仍更接近于交易现场。他认为没有几个人能在商品交易中获利，即使是商品交易公司的专业人员。虽然他能利用各种商品在不同市场进行交换，而获利不菲，但这是一种完全不同的业务。

商品交易中获利的一条稳妥途径

在净资产以下的价格购买股票通常很安全，当一种商品价格低于生产成本时，投机是不是也一样呢？克罗尔认为，生产成本是应该了解的，但对于用部分保证金交易的投机者而言，并不值得信赖，因为价格可能还会继续下跌而远离生产成本，他可能会因保证金不足而亏损，意志不坚定的投资者，往往会在价格下跌时买进，然后在价格继续下跌时恐慌性抛出。

例如，60年代初期，糖价跌到了每磅3美分。几乎所有的经济学家都指出这时的糖价甚至抵不上包装费用，所以这时买入糖可以白赚糖本身，投资者纷纷买入，然而，糖价一路下跌至 $1\frac{1}{4}$ 美分，成千上万的人因此破产。

我问克罗尔，投资者如果想在商品交易中投机，为什么一般都采用部分保证金的方式，而不是全部用现金呢？他告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉我，商品交易投机者一般都用部分保证金方式投机，如果不这样做，即使是他自己也无法取得令人满意的收益。

这样讲看起来是说不通的：低风险的投资品种应该远比高风险的投资品种更具投资价值，毕竟，在大多数情况下，大多数人的判断是错误的，因此当一种交易品种价格低于其生产成本之后，你可以用现金购买一些，因为你可以肯定的是价格最终会上升，不管其间的过程如何，你最终都会安全地获利离场。

克罗尔说，如果经纪人告诉他，铜价是 36 美分，而生产成本是 42 美分，他将会买进 5 万美元的铜，相当于全部的现金交易，类似地，如果铜价上涨到1.90美元，他就会做空，尽管持仓量很小。如果经纪人告诉他小麦已连续上涨了 16 个交易日，并且邦奇和大陆（另一个大的交易所）刚刚宣布破产他会很谨慎地平仓，而保持很高的现金储备。

我问克罗尔，如果投资者指示经纪人，只有在商品交易价格远低于生产成本时，才可以全部用现金买入，而不采用部分保证金的方式。克罗尔说，这样做是肯定可以赢利的，但对于经纪人来说却没有任何刺激，因为他们需要频繁的交易才能生存。事实上，经纪人并不一定知道不断变化的商品的生产成本。投资者要想这样做就必须不时地向经济学家咨询，所需支付的费用恐怕也相当可观。世上根本上就没有多少稳赚不赔的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六　T·罗·普赖斯

——成长的沃土

T·罗·普赖斯是本书中继本杰明·格雷厄姆之后最杰出的投资大师（普赖斯死于1983年），在华尔街上，他的证券投资理论和本杰明·格雷厄姆的一样遐迩闻名。普赖斯还创建了最大的资本集合基金，他成立的位于巴尔的摩的T·罗·普赖斯联合国际公司控制着大约220亿美元的资产。他们的主要共同基金——T·罗·普赖斯成长股基金于1950年开始运营，至今价值已超过14亿美元，其他的五个基金加起来也有10亿美元。

概括起来看，普赖斯认为，投资者要想获得成功的最好的办法就是寻找成长性好的行业并在相当长的时间内持有该行业内优秀公司的股票。他认为一个成长型的公司应该具备以下特征：

1. 收益的长期高增长；

2. 在每个经营周期的高峰，每股收益都能达到一个新的水平；

3. 在未来经营周期的高峰，每股收益也有望创下新高，尽管公司在同一个经营周期内收益可能会下降；

普赖斯认为，所有的行业都有其生命周期，持有股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最佳时机应是行业成长的最初阶段，此时公司的获利能力最大，风险最小，而当行业步入成熟期后，投资者的机会就会减少，风险也逐渐变大。正因为成功地发现并运用了这个法则，普赖斯成为他所处时代中最著名的投资大师之一。

普赖斯身材魁梧，目光严肃，浓密的胡须下常常带着一丝机敏、冷酷而又略显疲惫的笑容。他来自马里兰州的格林敦，当时是巴尔的摩居民的避暑胜地。他的父亲是一名乡村医生。

投资是普赖斯生命的全部，他喜欢与人交谈，但常刻意地隐瞒自己的成就和地位：在工作中打电话时，他一般以“你好，我是罗·普赖斯……”开头，如果对方没有反应，他就会继续：“你可能没有听说过我……”他还喜欢描述自己所犯过的错误。

和大多数最伟大的投资者（或者是艺术家以及其他行业中的杰出者）一样，罗·普赖斯总是在忘我地工作，他的首要的兴趣在于取得超人的工作绩效，而不是为了赚大笔的钱。他渴望获得不朽的声望，为此，他始终遵循“客户第一”的良好职业作风：“如果我们一切都为客户着想，我们会有回报的。”为了帮助塑造自己的形象，他十分关注新闻界对他的评价。从公司退休很长一段时间之后，他开始写一些有关自己投资理念的文章，希望能够藉此创造一种新的工作绩效。

普赖斯非常善于自律。在 82 岁高龄时，他仍然坚持每天 5 点钟起床。他的生活极具规律性，每天的活动都事先在记录簿上安排得清清楚楚，他总是按照顺序一项一项地完成，从不进行计划外的活动。类似地，如果他在 20 元美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价位买进某种股票，并决定在 40 元美元时卖出，那么他就会坚持这个目标，即使一切都发生了彻底的变化，如果他决定等到 13 元美元的价位时买入某种股票，他也一定会这样做，即使中途这家公司传出了一些振奋人心的消息。

一位同事曾经这样描述他：惊人地能干、暴躁和自大。每个人都得称呼他“普赖斯先生”，除非他是船长，否则他决不会踏上甲板半步。虽然他喜欢说诸如“我犯过许多错误”、“我并不很聪明”之类的话，但和他一起工作的人必须全部按照他的意图去做。他先前的同事一致认为，只要他们按照普赖斯说的去做，普赖斯就会十分满意，否则，他甚至都不会瞧他们一眼。

“栎树底下长不好别的东西”

普赖斯的一位同行曾经说过，要想成为一位伟大的投资家，你必须能够忍受孤独，坚持走在众人的反面。然而，对于不合群的人而言，使自己的成就延续是相当困难的，他很难找到自己满意的继任人，他只能把自己的公司对外出售，使自己的努力成果资金化，或者像普赖斯一样，惶恐不安地把公司出售给追随者，但又公然对他们能否胜任自己的事业表示忧心忡忡。最理想不过的情况就是当 65 岁的事业创始人要退休的时候，正好物色到一位 30 多岁很有潜力的继任人，这样前者便不会对他年轻的继任人猜疑忌妒了，而只会把他当作自己的后代。

当普赖斯的公司中某一位成员做得比他好时，普赖斯的好胜心理便表露无遗，他会不断地去研究，去竞争，最后他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常常会成功地压垮对手。对于公司经验丰富的老手，尤其是他从前的亲信，他更是毫不留情。他的心理可以用著名的销售经理和销售员的难题来说明。虽然销售经理的任务是培养手下的销售员，但他也常常想与这些销售员比试高低。

普赖斯喜欢开创新的事业，但对如何运作它们没有什么兴趣，一旦它们被成功创立，他就会把注意力转到其他事情上。T·罗·普赖斯成长型基金刚刚成功组建，普赖斯便着手于新地平线基金，然后又是新时代基金，他的公司也一样，建成之后不久，他便会卖掉，然后他会逐步公开一系列的独立的股份单，以表明他仍然是公司的主人。

普赖斯年老之前，T·罗·普赖斯联营公司的资产总是相对较小。50年代初期，公司的资产总额只有几亿美元。到了1966年，普赖斯已年近70岁的时候，几个投资咨询公司成立，资产总额扩张了数倍，达到15亿美元。普赖斯从来没有料到自己退休后公司还能有什么发展，因此，当他把资产转让给联营人经营之后，他们许诺在五年内继续让普赖斯享有公司的增长，他谢绝了。然而，在随后的五年内，公司的资产足足翻了四倍，原因在于自普赖斯退休后，公司经历了两个绝佳的发展阶段。

首先，规模较小的成长型公司成为投资者青睐的对象，这使得成长股基金持续了六年的辉煌，新地平线基金甚至更久，并且，急剧膨胀的养老基金管理需求使公司的养老基金经理人取得了创记录的经营业绩。

其次，普赖斯的继任者查尔斯·谢弗遵循了普赖斯的投资理念，但与其说他是一位投资哲学家，不如说是一位超级推销员。结果，公司获得了巨量的新业务，公司的发展也势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如破竹，尽管后来势头有所减弱，但公司的赢利确实已颇为丰厚。

客户一般依据经营记录来决定是否把钱交给某公司来管理，因此，公司与其客户似乎存在一种兴趣方面的矛盾。也许公司应该声明（就像普赖斯退休后经常作出的个人评论一样），公司疯狂增长的势头已近尾声，公司将进入一个平稳发展的时期，因而拒绝接受那些以收益率作为惟一评判标准的投资者的业务①。

操 作 策 略

普赖斯曾经对一个典型的成长型股票投资组合进行了考察，投资组合内的股票由两个家庭账户组成，这两个账户分别开始于 1934 年和 1937 年，考察期从最初账户开始到 1972 年（见附录 XI）。

在最初，投资组合规模中等，现金和债券不包括在组合之内，也就是说，这是一个纯粹的股票选择的验证，而不是投资组合管理。应该说，结果是令人震惊的：1 000 美元在 1934 年进行股票投资，其间股利进行再投资，税收不包括

① 新地平线基金在 1967 年 10 月—1970 年 6 月以及 1972 年 3 月—1974 年 9 月期间就曾遇到过这种矛盾，当时每天都有 100 万美元的新业务，但由于市场的高涨已蕴含着巨大的风险，公司决定停止接受新的资金。每次基金关闭的时候，总有大批疯狂的投资者吵闹着要求购买。后来，市场果然崩溃了，而等到基金重新开放时，投资者的热情已所剩无几。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其内，到了 1972 年 12 月 31 日，总额就会变为 271 201 美元，如果在二战末期开始投资，收益就只有一半。股票市值从 1950—1972 年增长了近 20 倍，从 1958—1972 年增长了近 4 倍，其中还不包括股利，如果这期间股票组合中包括 50%的债券，那么，组合的成长性至少会减半。

一些股票的市场表现十分惊人。例如，至 1972 年底，布洛克 & 德克尔公司在 35 年内从 $1\frac{1}{4}$ 上涨到 108，霍尼威尔公司在 34 年内从 $3\frac{3}{4}$ 上涨到 138，MMM 公司在 33 年内从 1/2 上涨到 $85\frac{5}{8}$，斯夸尔 .D 公司也在 33 年内从 3/4 上涨到 $76\frac{7}{8}$，默克公司在 32 年内从 3/8 上涨到 $89\frac{1}{8}$。

显然，对于作为纳税义务人的投资者而言，去寻找能够长期持有的股票要比频繁地进行短线操作获取高得多的收益，因为他无限期地延缓了缴纳资本利得税，从而可以占用这些本应支出的税款，另外，他还节省了大量的经纪人佣金费用，由于以上因素的组合，他的投资收益远高于那些投资水平相似，但还得支付资本利得税和经纪人佣金的投资者。

我是在 50 年代开始关注这种差别的，我研究了当时的近二百只共同基金，其中市场表现最好的一只基金其投资组合变化速度也是最快的，T·罗·普赖斯的成长股基金的表现居第二位，但过了一段时间后，我发现投资组合较为固定的普赖斯基金税后的效果更佳，并且这个组合的管理并不需要天才。普赖斯是一个理性、敏锐而极富经验的人，他同时具有铁一般的纪律和坚定的信念，但他从不承认自己是一个天才，相反，他认为他的投资方法的优点之一就是即使是外行也能成功地运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我得出了这样一个结论，在现实世界中，对于一个有经验、有能力但是感觉不很敏锐的投资者来说，抱着长期持有的心态去寻找有发展潜力的股票进行投资，其效果要比那种基于短线的投资方法好得多，他可以不必去理会太多的事情，也不必做太多不同的决定。

“即使是缺乏训练和时间的业余投资者，也可以在适宜生长的肥沃土地中寻找极具成长潜力的公司，买入这些公司的股票，并一直持有到这些公司不再符合成长型股票标准的那一天。”普赖斯说。

业余的投资者真的能做到这些吗？先请看普赖斯对成长型公司的界定：

1. 超乎寻常的市场和产品开发能力；
2. 行业内没有强有力的竞争；
3. 不受政府的严格管制；
4. 劳动力总成本极低，但雇员待遇较优；
5. 投资资本收益率要超过 10%，以保证高的边际收益率，并且每股收益要保持较高的增长率。

普赖斯说，为了选择这些股票，投资者需要经验和判断力，还必须综合考虑社会、经济和政治因素。对此，我可以断言，非专业人员是不具备这种能力的。

普赖斯可以被称为一位“质”的投资分析家，而本杰明·格雷厄姆认为，这种方法容易导致主观主义和印象主义，他更强调的是“量”，即用数字来量度，另一方面，格雷厄姆的投资方法需要试验，而普赖斯的方法凭借的是一般的感觉、政治的敏锐以及普通的智慧。例如，铁路在长期的管制、冗员的环境下不可能有好的发展；半导体和微型计算机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业将会爆炸性地成长。在他职业生涯的后期，普赖斯在作出投资决策时，甚至停止与公司的第一手接触，而完全依靠公司的报告、自己的经验以及其他第二手的资料。

需要再次强调的是，有多少投资者能做到普赖斯投资方法的核心——自律呢？又有多少人能坚持走在众人的反面而泰然自若呢？也许答案是如果一名经验丰富且有耐心的投资者掌握了普赖斯的投资方法，那么他可能会做得好一些，但他绝不可能做得和普赖斯一样出色。非常奇怪的是，如果是一位具有丰富的现实生活经验的投资者，他反倒不会犯像后面将提到的普赖斯继任者的策略性错误。

成长型股票的判断方法

普赖斯强调，在利用“适宜生长的肥沃土地”时应注意两个方面：首先，鉴别某一行业是否处于成长阶段，其次在这个行业中选择最有希望的公司进行投资。

判断成长型行业的两大指标是单位销售量和净利润。投资回报率也需要加以考虑。如果某行业的单位销售量和净利润都在增长，那么就很值得关注了。现在有很多研究资料都可以显示哪个行业正在经历最快的成长阶段，投资者往往只注意增长的速度，而不管这些行业是否已接近于成熟期。

普赖斯指出，当某一行业开始走下坡路时，一般会显示出“杠杆效应”：利润的下降速度要远快于单位销售量。在30年代，他准确地判断出铁路行业已进入成熟期：20年代末期，在业务量增大的情况下，铁路每英里的运输量反而下降；到了30年代末期，每英里运输量比前10年的平均水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还低。由于固定费用不能够同步下降，因此利润大幅度减少。

展望未来，普赖斯毫不费力地觉察到了政府管制加强的趋势，因而公用事业股票的投资前景不容乐观。类似地，在二战之前普赖斯就发现了航空运输、柴油发动机、空调、塑料以及电视机产业的诱人前景。

老产业如果进入了新的成长期，不管是因为新产品的开发还是老产品有了新用途，都可以成为投资的对象；新的成长型产品的出现使得办公设备、特种化工用品、石油加工设备等产业大为改观，也给他们的股票带来了新的生机。

最后，还有一些特殊的公司，如可口可乐公司和 MMM 公司，他们在自己的成功之路上不断前进。

如何在富有投资价值的产业中寻找最好的公司呢？普赖斯主要看公司的经营记录。如果在产业周期的下降阶段，公司的单位销售量和净利润仍能增长，或者从产业周期的波峰到波峰、波谷到波谷，公司的两个指标也在不断上升，那么就可以证明这个公司具有超常的发展潜力。当发现这样的公司之后，还必须研究他们是怎么做的，从而确定他们能否保持并延续这种优势。

这些公司的优势主要体现在以下几个方面：

1. 高超的经营管理水平；
2. 强大的研究开发能力；
3. 专利权；
4. 财务状况良好；
5. 有利的地理位置。

如果这些因素可以延续下去，就可以依此判定为成长型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。

当公司增长速度放慢时，也通常是因为以上几个因素发生了变化，例如：

1. 经营管理水平降低；
2. 市场趋于饱和；
3. 由于到期或者新的发明出现，专利权价值大减；
4. 竞争日趋激烈；
5. 法律环境恶化；
6. 劳动力和原材料价格上涨，税收增加。

这不利的变化使得单位销售量、边际收益以及资本回报率等指标趋坏，成长型股票的投资者应认识到是出手的时候了。

普赖斯不相信那种所谓的关于一个公司发展前景的明确预测，“没有人能够预见 3 年后的事情，更不用说 5 年和 10 年了”，他说：“竞争、新发明以及其他事物的出现能够在 12 个月内改变一切”，因而，华尔街上流行的“资产定价模型”设计远期的年收益、折算利率，给出今天理论上的价格，这即使不能说是毫无价值，也很令人怀疑。普赖斯认为，最好的办法应该紧紧盯住成长最快行业中最优秀的公司，不要试图用精确的数学方法从不可知的未来中计算出一个虚幻的结论。

普赖斯从来不把他的产业、公司间的比较方法运用到国家之间。最近几年，日本经济提供了许多诱人的投资机会，一方面因为日本本国的高生产率，另一方面也因为外国的投资者忽略了日本市场。但普赖斯说，他已经做得很好了，没必要涉足他不了解的领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期成长型股票和稳定成长型股票的投资转换

普赖斯在他的早期著作中提出，应始终持有成长最快行业中最优秀公司的股票。但他在后来的著作中很少提及这种方法。他指出，同样是成长型股票，但周期成长型股票与稳定成长型股票相比利润和市场表现多变。像可口可乐这样的公司即使在大萧条时期也能维持原有的股利水平，而周期成长型股票却只能不时地削减或提高股利，因此前者更适宜需要稳定收益的捐赠基金和信托基金投资。

市场的淘汰机制也使得周期成长型股票比稳定成长型股票蕴含着更多的机会。普赖斯用许多实例证明了一件收益最大的投资方法，即在熊市中买入表现不佳、处于底部的周期成长型股票，然后等股价脱离底部后，再转换到稳定成长型股票上去。

这种投资方法有两个弊端，因此普赖斯后来也不怎么谈论这种方法。首先是税收和佣金，如果你买入股票后持有相当长的时间，你就不用因频繁买卖而缴纳大量的税款和佣金了，因此你不必表现得那么聪明和勇敢；其次，如果你集中注意力，紧紧盯住几家公司，认真研究，就可以提高投资的成功率。因此，如果你不试图作周期成长型股票和稳定成长型股票之间的转换，你的境况可能会更好些。

普赖斯在考虑一项投资时喜欢问这样的问题：投资者所投入资金的回报是多少？假设你买了一只高市盈率的股票，比如说是40倍，那么不管公司资本的收益率多高，你的投资只获得了2.5%的回报，实际上你的股利水平一般只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1%。当然，股利可能会上升，但即使要达到债卷的收益率，如9%的水平，也需要一段相当漫长的时间。

普赖斯在《成长型股票评价原则》一书中指出，投资高市盈率的成长型股票只能获得低的回报，尤其在债券作为一种投资选择收益率十分诱人的情况下，这个问题尤为突出。

如何去买

普赖斯建议在买任何股票时都应该制定一个明确的计划，并严格遵守。计划包括两个部分：确实买入价格和确定买入规模。

A. 价格确定

相比于复杂的资产评估，普赖斯更喜欢用市盈率法来获得一个较为公正的估价。

以下几个因素可以帮助投资者确定合适的市盈率倍数：

1. 首先看利润增长的历史状况，但不能把正处于高速成长期股票的增长速度推算到许多年以后；

2. 成长型股票的最佳买入时机是这些股票正很少被人关注的时候；

3. 股利每年都在增长的蓝筹股值得在高市盈率购买；

4. 当商业周期变幻莫测时，稳定成长型股票市盈率应高于周期成长型股票；

5. 处于波谷的周期成长型股票市盈率应高于处于波峰的股票市盈率；

6. 当债券的收益率很高时，成长型股票的市盈率应该降低；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 同样地，如果其他股票收益率水平较高时，就应该适当降低成长型股票的市盈率标准。

在实际操作中，普赖斯一般参照该成长型股票在前一个市场周期中的市盈率状况，选取该周期中最高与最低市盈率差额的1/3与最低市盈率之和作为合适的市盈率水平。

B. 买入规模

当股票价格跌到买入的目标价位时，普赖斯便开始大量地买入，而从不一心想着去“铲底”，如果股票价格远远低于目标价位，他可能会继续买入，但这种情况几乎没有发生过。

如何去卖

普赖斯强调，投资者必须清楚何时公司利润的增长将接近尾声。他没有说如何做到这一点，而是提出应该警觉一些变化和假象：

1. 关注资本收益的下降现象，这常常是公司步入成熟的先兆；

2. 商业周期的背景给研究一个公司的表现带来了困难，公司利润的下降可能是商业周期造成的，也有可能是由于公司已过了其发展的巅峰期；

3. 一些特殊的产业，如房地产业、火灾和意外伤害保险业等，有着和商业周期不同的自身发展周期，这给判断带来了麻烦。

卖出规模

在多头市场中，当普赖斯想卖出或者减少某只股票时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他会一直等到股价比当时买入限价上涨30%的时候，这时，他会买出10%的头寸，此后股价每上涨10%他就再卖出10%的股票。

但是，如果多头市场一旦发生逆转，或者所持有的股票即将崩溃，或者公司中有坏的消息传出，他就会迅速地把股票抛光。

普赖斯投资策略的改变

到1965年，普赖斯已做了整整30年的投资成长型股票的倡导者。起初只有他认识到投资成长型股票的优点，后来，他逐渐有了许多追随者，并且成立了一个庞大的组织，以至于他的方法被称为"T·罗·普赖斯方法"，他喜欢投资的股票，如布莱克 & 德克尔，埃默里航空运输公司，雅芳产品公司，罗林斯 & 弗里特伍德等，也被称为"T·罗·普赖斯股票"。然而，在60年代末期，普赖斯宣称到了改变投资方向的时候了，他花了数年的时间发表了一系列的文章，最后汇总为一本手册，名为《投资者的新纪元》，这在投资界引起了轩然大波，当然不包括已经读过手册的投资者，因为其中的理由是相当具有说服力的。

普赖斯对其"T·罗·普赖斯股票"进行了重新界定，其实，普赖斯并没有改变他的立场，只是他认为市场上已经没有什么便宜的成长型股票了。他的投资对象是收入和市价能在10年内翻番的股票（如果考虑通货膨胀因素，时间应该更短一点，但这是相当不容易的事情，如果在这过程中出了点问题，或者公司已到了增长的末期而市盈率仍然居高不下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？

60 年代末期，普赖斯认为成长型股票的多头市场已经结束，于是，他把自己的资产转让给合伙人，从而放弃了对公司经营的控制权，其中也包括对 T·罗·普赖斯基金和其他机构与私人证券投资组合的管理，他因此得到了 230 万美元的资金，虽然如果他迟些转让，获得的可能远远不止这个数，但也足以使他感到很满意了。

普赖斯发现，在追随成长型股票的热潮中，投资者忽略了自然资源的魅力，因此，他阐述了他称之为“新纪元”的投资方法，即除了成长股以外，还可以购买能够抵御通货膨胀风险的资产，如房地产、自然资源、金和银等。

他减少了成长型股票的持有量，而把他私人财产的大部分都投资于债券和股票，这些股票当然是根据“新纪元”投资方法选择的，如黄金生产行业的股票。

10 年以后，这些投资产生了巨额的回报，表现远远好于市场上其他的投资品种，尤其是成长型股票。

普赖斯和普赖斯公司

但普赖斯的继任者们仍在继续着以往的操作方法，他们把基金里的钱全部投资于成长型股票，而不管为了 1 美元的利润和股利，他们已付出了多少倍的价格，这使得普赖斯感到非常忧虑（事实上，我记得一位热心人曾经告诉我，如果说购买高市盈率股票是一种更好的选择，那是因为公司的利润正在增长，就像它们未来的表现一样，这也是人们投资这些股票的原因，而他们的股价当然会上涨，因为它们已获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了众人的认可)。

现在，我们已经认识到市场规律是不可抗拒的，凡是公众的直觉都是合理的观点通常是荒谬的，然而，悲剧已经酿成了。

1974年，普赖斯担心的事终于发生了。成长型股票陷入了一场灾难，股价从前期的最高价位下跌了75%～80%。1973年，曾经使普赖斯感到荣耀和欢欣的新地平线基金在两年之内每股净资产减少了42%，1974年继续减少了39%，整个基金的资产在两年时间内从5.11亿美元下降到2.03亿美元。1972—1974年熊市中普赖斯公司如瀑布般一泻千里的遭遇是注定会发生的，普赖斯的继任者需要极大的勇气在多头市场最辉煌的阶段中果断退出，首先，有那么多重要的客户要求公司为他们管理资金，这对公司而言是件很愉快的事情，拒绝他们似乎有背于常理；其次，这时卖出股票也要冒使股票价格暴跌的风险；再者，如果重新组织公司已精于成长型股票的研究部门，就好像关闭生意很好的法国餐厅，转为经营日本料理一样，理论上是可行的，但实际做起来很难；最后，所有人都忙得没有时间来考虑将会发生什么。雅芳公司的股票每个月都上涨1%～2%，普赖斯公司和摩根担保公司相继买入，价格上涨，美国信托公司和其他一些银行、共同基金纷纷跟进，价格涨得更快。瑞士私人银行和套头基金等继续介入，这使得普赖斯公司最初的买进显得十分明智，因此，普赖斯公司再次加仓，结果，股价上涨得一发不可收拾，公司的客户和账面利润也随之迅速增长。

因此，当1974年成长型股票开始暴跌时，公司已获得了相当多的业务和客户。尽管投资成长型股票的账户损失惨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重，但公司所经营的资产总额未有大的波动，原因就是客户的撤资迅速被一些养老基金和公司新建立的基金所弥补。

“成长型股票”在华尔街由此成为人们忌讳的名词。那些在 1973 年狂热购买雅芳公司股票的机构眼看着股价从 130 美元（55 倍市盈率）下跌到 1974 年的 25 美元（13 倍市盈率），直到 1974 年底，价格下跌了太久以至于普赖斯本人都认为再次购买成长型股票已十分安全，当然未必需要买原先的成长型股票，因为经过市场价格的暴跌，其中很多公司已加速走向成熟期，其具有的成长潜力已比较有限。

因此，普赖斯又一次改变了自己的投资组合，他把兴趣指向了三种类型的股票：一是未来成长型股票，这些公司正处于生命周期的初期；二是成长势头减弱但作为偏低的股票；三是金、银等价格已跌到普赖斯称之为“破产价”的自然资源股。

1977 年中期，普赖斯经过认真的考虑，选出了一批价位合理且即将进入高速成长期的股票：奥尔肯实验公司（不久由于价格上涨了近一倍，被哈里斯公司替换）、美国电视传播公司、卡斯尔 & 库克公司、多姆矿产公司、多姆石油公司、杰克·埃克德公司、E.G.&G.公司、ESL 公司、弗雷克西－范公司、赫克塞尔公司、休斯顿石油矿产公司、洛氏公司、马格马电力公司、麦考密克公司、佩莱斯·卡什威斯公司、珀金·埃尔墨公司、萨宾公司、科技－亚特兰大公司、托马斯 & 贝茨公司和维埃坎国际公司。后来，他认为瑞特－埃德公司可能要好于萨宾公司，废物管理公司要好于弗雷克西－范公司。

在他前面所选定的成长型股票中，他认为到了 1977 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底只有6只股票价格较有吸引力。它们分别是：布莱克 & 德克尔、大陆石油公司、道氏公司、纽蒙特公司、佐治亚太平洋公司和威尔汉瑟公司。如果价位合理的话，他也会考虑伯勒斯公司、数码设备公司、沃特·迪斯尼公司、柯达公司、埃默里航空运输公司、GE，惠普、IBM、约翰逊 & 约翰逊、柯马特公司、梅里特运输公司、3M公司、百事可乐公司、宝丽来公司、雷弗伦公司、施吕姆伯杰公司、得州仪器公司和施乐印刷公司。

普赖斯的投资理念是购买价格合适的成长型股票，他认为他以前的公司现在总是简单、僵化地运用他的投资方法，但公众一直对他和公司的投资方法混淆不清，到了1977年底，普赖斯再也无法忍受下去，他作了大量的声明和解释以表明"普赖斯公司和T·罗·普赖斯的区别如同白天和黑夜一样"，这不禁使我想起了肯德基创始人山德士上校，他也是一位成就突出的南方人，他指责自他卖掉公司后，他独创的美食竟然变成了淡而无味之物。这些例子还有很多，年老的先生们在愤愤不平地指责继任者时也总包含着一丝无奈。

但无论如何，普赖斯先生是非常正确的。在成长型股票崩溃的1973—1974年间，普赖斯公司（不是普赖斯本人）管理的资金额远远高于其辉煌时期，因此，公司亏损的钱也远远超过了先前的赢利。很难想象，普赖斯公司、摩根担保公司、美国信托公司，以及其他大机构的那些机智灵活、经验丰富而又训练有素的基金经理者们，在股票即使真的能飞速成长也不值那么高的价格时，仍能够从容地持有或者买入更多的这些股票。更糟的是，那些在顶部买入"普赖斯成长型股票"的普赖斯追随者们在股票下跌了3/4后，在股价就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要反弹的时候彻底放弃了投资成长股的理念。因此，现在就不难理解普赖斯为什么不愿和众人走在一起，用马克思的说法就是，他已对事物背后的规律了如指掌。

普赖斯为什么能成功地躲过股市的大灾难呢？我认为在于他探索出了投资成长股的方法，并且，他没有呆板地运用这种方法，而是赋予其一种弹性和实际的成分，他始终认为坚持直觉、尊重现实和灵活应变是投资的最高境界（像保罗·卡伯特和拉里·蒂施一样）。

也许他应该去寻找并栽培一位能够胜任的继任者，不仅能够继承他的全部投资理念，也逐渐地继承他的权威地位，然而，就像我们所知道的那样，普赖斯的性格绝不容许这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七　约翰·坦普尔罗

——任何事情都是有周期的

1939年的一天，正值二次大战在欧洲爆发不久，一位名叫约翰·坦普尔曼的年轻人打电话给他在芬纳 & 比恩公司的经纪人，下了一个既古怪，又烦人，恐怕任何经纪人都不愿意接到的委托。

“请给我将交易所中每股市值低于1美元的股票都买入100美元。”

如果坦普尔曼不是他培训了两年的客户，这位经纪人一定会拒绝这个执行起来相当麻烦而佣金却又微不足道的委托。

过了一会儿，经纪人告诉坦普尔曼，他已经按照他的委托在所有的交易所中购买了所有没有完全破产的股票。

“哦，不，”坦普尔曼说：“我全部都要，不管有没有破产。”经纪人咕哝着继续执行委托。等到全部完成之后，坦普尔曼已经买了104家公司的股票，其中34家已经破产。他把这些股票平均持有了4年，结果就不再令人发笑了：他获得了40 000美元的收益，四倍于他的成本。

其中的一些交易可以说非常惊人。他在1美元时买入了标准燃气公司股票，然后在40美元时抛出；他以12美分的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格买了800股已经破产的密苏里太平洋公司的优先股，然后在5美元时抛出（后来逐步上涨到超过100美元，如果他在顶部抛出，那么，他那100美元就变成8万美元，而不是4 000美元）。

这次交易中非常奇怪的现象是坦普尔曼把钱都买成了股票。他坚信那些股票便宜得离奇，这些价格低于1美元的被众人遗忘的股票实际上可能拥有最好的质地。当二次大战在欧洲爆发后，他推测如果有什么事情能使美国从经济萧条中走出来，这些股票的价格都会上涨。所以，他向他的老板借了那些买股票的钱。

约翰·坦普尔曼很穷，他来自田纳西州的温彻斯特。当他在耶鲁大学二年级读书时，正值经济大萧条，父亲告诉他，家里已经没有钱供他继续读书了，坦普尔曼便依靠奖学金继续学业。由于获得了罗德奖学金，他去牛津大学呆了两年，并在假期中游览了整个欧洲。后来，他回到了田纳西，然后又回到了纽约，先是在芬纳 & 比恩（美林的前身之一）接受了训练，然后在一个地震探测公司供职。

第二次世界大战爆发后，他确信股市长达10年的萧条就要结束了，所有的股票都会上涨，尤其是那些没有人看好的“灰姑娘”。

那次奇特的交易奠定了坦普尔曼后来的交易模式：首先，坚持只购买那些被众人遗弃的股票；其次，持有这些股票平均达4年的时间。

一般而言，股票的实际价值是有充分的时间被人们认识，因此，当股票收益和市盈率都增长时，你可以获取最大的赢利。当然，你几乎不可能总在股票长达20年的成长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最初阶段买入，虽然所有投资者都希望能做到这一点。很少有人能像坦普尔曼一样买入价值未被发现的股票，然后在4年后卖出。

在这种投资策略下，坦普尔曼开始有了一些赢利。所以2年后，当他知道一位年老的投资顾问准备退休，并卖出其只有8个职员的公司后，他就签了张5 000美元的支票接管了这个公司，职员全部留了下来，但人手显然太少了些，所以刚开始坦普尔曼的日子很不好过，不得不动用自己的积蓄。但过了不久，他开始出名，从此他再也不缺客户和收入了。

他的公司——坦普尔曼，多布劳 & 万斯——逐渐成为包括8个共同基金，总资金规模达3亿美元的大公司。但太多不同的客户使得坦普尔曼的工作非常繁琐，不能有足够的时间去思考，最后他和合伙人决定把他们的公司卖给了彼得蒙特管理公司，只保留了彼得蒙特管理公司不想接受的坦普尔曼成长股基金，因为这个基金面向加拿大，不能够在美国进行分配。

于是，56岁的坦普尔曼开始了新的生活。他做的第一件事就是把自己从琐碎的工作中解放出来，这样，他不仅有时间来考虑投资计划，还能关注其他的一些事物，尤其是各种不同的投资理念。他搬到了拿骚，在利福德·凯俱乐部的大草地上建了一幢南方风格的白色别墅，四周都排了许多柱子。在那里，他仔细阅读证券资料，并开始把注意力放在如何经营好这只他和一些老客户持有大部分股份的小基金。这只基金随后一年的表现证明，坦普尔曼是当之无愧的伟大的投资家之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到1978年12月31日的约二十年中，如果投资这只基金，并且其间将股利继续进行投资，那么1 000美元可以变为2万美元，极少数的基金能够拥有这样的表现。

在这期间，坦普尔曼基金的收益率都位居所有基金的前4位，《基金调查》杂志的统计表明，坦普尔曼基金在牛市中赢利的能力列前20位，在熊市中避免亏损的能力更是位居前5位，我对后者尤为印象深刻，因为许多能够在熊市中抵抗下跌的基金一直都在投资风险很小的债券。下面作一个简单的比较，就可以知道这个成绩是多么非凡，T·罗·普赖斯的新地平线基金是一个同样投资于二线股而规模要大得多的基金，在牛市中业绩非常突出，但在熊市中的表现却比坦普尔曼基金落后了二百多位。因此，坦普尔曼基金优秀而又稳定的表现可以说是一个奇迹。

当然，将坦普尔曼成长型基金和那些著名的大基金相比是不公平的。因为10亿美元的养老基金的管理者工作的难度要远比那些不受什么限制的小基金来得大。首先，坦普尔曼成长型基金相比于规模50～100倍的大基金，灵活性要好得多，10万美元的小公司股票价格翻番，就能在很大程度上影响基金的业绩。并且，当他觉得市场不妙时，可以随时卖光股票，全部持有现金，大基金则几乎永远做不到这一点。其次，他的投资范围可以覆盖许多市场，他可以像在美国证券交易所一样在日本和加拿大证券交易所投资，并且熟悉瑞士、德国、荷兰、比利时、澳大利亚甚至南非的证券行情。最后，也是最重要的一点，他不必局限于投资著名的大公司，因为他们往往过于庞大，组织累赘，发展所受的限制很多，而市盈率却由于名声很大而居高不下，那些边际收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率高、市盈率低的小公司股票可能是更好的投资对象。坦普尔曼研究了许多其客户们一无所知的小公司，并买入其中一些公司的股票，而大型基金的管理者们害怕这样做，他们的资金量很大，因此需要投资的小公司数目也就会很多，而研究这些公司的费用是相当惊人的。

大多数国家的投资者都不愿意购买“垃圾”股，美国也一样，许多价格较低、成长较快的小公司股票被投资者遗弃，例如，能在未来几年内每年增长15%的塞弗威股票，其市盈率仅有8倍。坦普尔曼则不然，例如他投资于日本的伊藤公司的股票，这是一家全日本管理最好、规模位居第二的超级市场连锁店，每年成长30%左右，市盈率仅10倍。他认为，超级市场是生产者和顾客沟通的直接桥梁，在日本仍处于“婴儿”期，还将有几十年的成长历程，直到发展得像现在的美国一样普遍。

不动产是另外一个例子。坦普尔曼认为不动产是通货膨胀年代中一个永恒的热点。在研究了全球主要的不动产市场之后，他发现加拿大的不动产市场极适于投资。他在决定投资加拿大不动产之后不久，便选定了一大批美国投资者（即使是职业的）连名字都没有听说过的股票：阿比·格伦房产公司、达恩发展公司、S.B.麦克劳克林协会和纽·威斯特发展公司，这些股票的资金周转率都在2～4之间，当然，还包括市盈率仅为5倍的阿拉克公司，坦普尔曼认为这只股票能涨两倍。投资于小公司的决策意味着投资会非常分散，不久之前，坦普尔曼基金的投资组合中包括了220种不同的股票。

那么，坦普尔曼的投资方法到底是什么呢？他如何去做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？

他的投资理念基本可以用一句话来描述：在各个市场中寻找价值严重低估的股票。

他并不仅仅满足于买便宜货，而是力求最好的便宜货。当然，许多看起来便宜的股票并不属于他的投资对象。当他发现一只股票时，他会认真地研究和再研究，直到确信其价值十分可靠时他才会买入。即便如此，他承认他仍经常犯错误。这是不可避免的，但由于他投资的股票高度分散，因此这种损失微不足道。

股票中最好的便宜货应该是完全被忽略的股票，投资者从来不对它们进行研究。这也是为什么坦普尔曼的投资组合中有那么多陌生名称的原因。

“请仔细看一看”，他和蔼地笑着对我说，“我敢打赌你听说过的股票不超过 1/3”。我找了好一会儿，但确实没有几只股票见过，即使是见过这些股票，我也未能立刻就想起来。

例如，韦尔斯、里奇、格林公司，商界中的大多数都知道玛丽·韦尔斯在 60 年代成立了一家生意非常红火的广告代理公司。但投资于广告代理这种几乎最具多变性和私人性的行业，无疑是一种很冒险的行为。60 年代后期代理机构上市之后，我想这是种典型的多头市场高潮现象：局外人实质上已为行内人提前支付 10～15 年的高薪，而仍然指望投资能有一个较好的收益。投资于个人服务性的行业是非常靠不住的，如果行业形势较好，行内人还会要求增加收入。

韦尔斯、里奇、格林公司正是如此。行内人在形势较好的时候，以 20 美元左右的价格出售了 160 万已发行股票中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 69 万股，后来股票价格逐渐上涨到 28 美元，随后股价又慢慢下跌至 5 美元。我庆幸地看着这一切，就像你可以预料的一样，我对自己说，永远不要投资这种股票。

但是，后来转机来临了。当股票价格为 6 美元时，韦尔斯先生和他的同事们决定全部买回发行在外的股票。他们提供的实际价值是每股 9 美元，而票面价值是每股 11 美元。他们由此买回了163.2万股的股票，只留下 46.4 万股股票（其中包括 40 万股期权），这使得在 20 美元买进然后又卖出的投资者足足损失了一半的资金。

就在此时，坦普尔曼基金在 8 美元的价位买入了 2.5 万股，几乎是市场上所有的浮动筹码，这比 W.R.G 公司自己购买的平均价格还要低，坦普尔曼认为，股票数量减少，并且行业经营状况好转后，每股收益可以翻一番，如果这样的话，这项投资的收益可达 200% 左右。多亏了股票数量减少，股票票面价值回到了每股 20 美元，坦普尔曼基金在这个价位抛出了持有的股票。

其实，如果你认真地发掘可能会使公司境况变好的一些被忽略的因素，那么几乎所有的股票都会在特定的时候成为合适的投资对象。要想觉察这些因素，你必须具有与旁人不同的眼光。坦普尔曼认为投资者最需要的技能就是发现未被认识的价值，他称之为灵活机动的投资方法。

灵活机动性是职业投资者最大的要求，这在未来更是如此。

对于未来的投资活动，坦普尔曼和我有几个相同的观点。他总是很关注某些社会主义国家中直接或间接的资本没收问题，不仅直接的接管，价格管制和其他的一些限制也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极大地阻碍商业的发展，破坏投资者的投资欲望。

你必须始终关注你所要投资的公司是否在可能被列入国有化的行业之列。答案必须在世界范围内考察。例如，几乎所有国家的银行都是一个政府干预的天然目标，采矿企业也是如此，否则铜矿企业就会因为铜价上涨而成为不错的投资对象。

坦普尔曼开玩笑说，生产妇女的帽子可能是很好的不受管制的产业。我回答道，古罗马人曾经想通过制定禁止奢侈浪费的法律来限制妇女过度豪华的衣着，但是他们失败了。后来，英国曾经针对利润过高的问题推出《塔姆帕法》，以规范物价水平，效果也不明显。在美国，你很难想象肯尼迪总统会在参议院大厅里厉声斥责奸商们："据我所知……"

坦普尔曼举了一个不会受管制的例子——乔斯藤国际公司，这家公司主要生产中学课堂上用的闹铃，也生产学院的文凭、帽子和礼服等。这家公司已连续稳定增长了21年之久，在过去的10年中，公司的销售额增长了3倍，每股收益则增长了两倍多。

坦普尔曼指出，旅馆客房的价格与居民住房的租金相比不易受到管制，他自己就拥有四家大的宾馆。在所有房地产交易中，买主都依据现金流量的大小，即收入减去折旧，而不是单纯的收入。

我发现，新闻出版社也是如此，可以说是理想的垄断性行业，不受任何价格管制，简直就是印钞机，这恐怕是因为"新闻出版自由"所致。

另一个很重要的问题就是通货膨胀，坦普尔曼预计未来通货膨胀有加速的趋势。公司的投资要想成功就必须处理好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀的问题。广告代理商具有这样的能力，他们的收入是顾客广告总支出的一个固定比例，因此，他们的收入会相应提高。大多数国家都会逐渐地考虑通货膨胀因素，这意味着一个公司应该计算实际收益，而不是名义收益。如果这样，高负债率公司的利润至少将会翻番，因为公司偿付给债权人的是贬值后的货币。电力公司恐怕是这种现象的受益者，但由于受严格的管制，因此仍不是具有吸引力的投资对象。

相反，负债经营的不动产公司是通货膨胀中出色的投机者。他们一点也不受欢迎，甚至还受鄙视，尤其在英国和日本。英国不动产公司的销售额是加拿大同行的两倍多，日本则更是三倍多。

坦普尔曼看好的对付通货膨胀的另一种对策就是购物中心。一般而言，房产所有者与经营者之间都要签订契约以抵消通货膨胀的影响，针对已发生的通货膨胀率使得地租的支付也逐渐爬升。如果超级市场的销售额上升，那么经营者支付的租金也会提高。

当坦普尔曼强调试图发掘被公众忽略的价值的重要性时，我想起了海明威的忠告：写作达到高潮时，作家应该把注意力从其主要的事件中转移开来，如斗牛士骑上了牛背，或者拳击手把对手击倒等，他应该忘却自己的感情，感觉不到自己的存在，而应去研究大众的想法。西奥多·莱克则谈到了用“第三只耳朵”去听的重要性。一些自以为是的病人喋喋不休，但症结所在往往是病人没有意识到的，这就需要医生去听出病人的真正病因。但投资者究竟该如何去躲避无休止的新闻和评论以及大众热情的高涨与消退的干扰呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案之一就是经验。30 年追赶潮流后的碰壁经验足以使最具激情的投资者不再被大众的热情与绝望情绪感染。

为了能使自己保持独立性，坦普尔曼做了很多工作。他那建在小山头的宽敞、凉快、带着门廊的白房子俯瞰着利福德·凯俱乐部的草地，到股票交易所的距离简直可以用光年计算，房子本身以及其中的所有设施都是对喧哗吵闹的无声指责。

坦普尔曼是一个整洁、休闲的人，即使在温暖的天气，他也总是细心地穿着灰白色的裤子和柠檬色带条纹的夹克衫，系着带条纹的领带。当他驾着蓝色的罗尔斯车慢慢地驶往俱乐部和一位加拿大银行家共进午餐时，他心中是否还充满着投机的热情呢？比如一家游泳池公司或者一家高速成长的矿业公司呢？他从不如此。

他是否会担心手下职员的野心呢？或者担心职员是否在偷懒或心不在焉呢？他很少这样，因为他只有一个职员，另加两个秘书。他是否会在发高烧时仍坚持守在电话前，听经纪人不厌其烦地啰嗦或者坚持听完最后一条新闻以及交易所中传来的笑话呢？很少如此，经纪人都是通过书面的形式把他认为有价值的材料向他汇报，而不是打电话。

他是否会担心每周基金的销售状况，并且与销售经理紧张地会谈呢？很少如此，他住在拿骚，但基金管理办公室在加拿大，基金销售公司则在佛罗里达州的匹兹堡：显然，他并不提倡每个小难题都需要向他汇报。

就是这种做法使坦普尔曼能工作得很好。

他成立了一个价值 8 万英磅的慈善基金，每年在伦敦用于奖励人道主义的行为，他希望藉此来帮助人们重视受援国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民的生活和工作。

他把心灵的净化比喻为锄草，“如果你发现了一棵野草”，他说，“你会走过去清除它，当你有了一个不好的想法或者感情时，你也应该这样做”。

我问欣赏名著以及放弃物质追求是否有助于精神的升华。

“名著来自于精神的升华”，他说，“读名著与实现人文主义应该是两码事”。

他同样也不相信对物质的追求会影响精神的升华，他说他自己就对许多事物感兴趣，尤其是股票市场。

从金融角度讲，利福德·凯俱乐部漫游在全世界，其950个成员来源于20多个国家。人们往往说到明尼苏达州的投资组合管理经理，就会自然而然联系到美国的股票，说到汉堡的投资组合经理，就会联系到欧洲的股票，但在拿骚的投资就好像乘着底部透明的船欣赏美丽的水下珊瑚礁一样，哪儿漂亮你就漂流到哪儿，而不会在某个地方抛锚。坦普尔曼的这种摇控的操作方法使他能够客观地认识他所要面临的投资风险和收益。

利福德·凯俱乐部的另一大优势在于坦普尔曼能够获得第一手的信息。纽约的投资经理只能接触到证券经纪人和其他的投资经理，他们所知道的消息都十分有限。而利福德·凯俱乐部的成员是由来自于全球的实业家组成，当然，坦普尔曼的信息远远超过这些。30年前，他是年轻总裁组织的创始人，这个组织目前在全世界有几千个会员和前会员，每两年成员就一起聚会一次。通过年轻总裁联谊会（YPO）的关系网络，他与大约五百位各个行业的总裁和高层经理人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行了接触。

这些资源加之40年投资生涯中积累起来的知识和关系使坦普尔曼能够获得他所感兴趣的公司的有关信息。

那么，坦普尔曼是如何决定在哪些国家进行投资以及避免在哪些国家投资的呢?

显然，他避免使投资变得困难和不可行的两件事物：社会主义和通货膨胀，这两样东西都会扼杀增长。

许多年来，坦普尔曼曾经一度偏爱日本市场，他的基金也在这个国度创造了最辉煌的历史，并于1970年达到了60%的记录，其后一直回落至1979年的10%，主要由于东京股票市场的上涨和美国市场的下跌。

即使到了现在，坦普尔曼仍然认为在其后的10年中，日本的社会主义倾向要弱于美国，他因此判断日本的经济增长率将是美国的两倍。

1962年，坦普尔曼开始对日本市场产生兴趣，当时你可以买到市盈率只有2～3倍的优秀公司的股票，这些股票还能带来平衡表中没有反映出的隐含资产的收益。美国人和欧洲的投资者们简直不相信自己的眼睛，他们也因此发了几年横财；在日本，成长性高达年30%的药业公司股票的价格只有美国公司的1/3。

现在，日本的经济增长率在不断下降，尽管目前仍比美国高，但对于投资者来说，这个市场的价值已被挖掘，股票的价格已高得不再是他们心目中的便宜货，因此，坦普尔曼开始慢慢削减在日本的投资比例，而重新把投资重点放在美国市场，因为，他发现美国市场已成为另一个最赚钱的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面，我们来看一下坦普尔曼最感兴趣的一些日本公司。坦普尔曼最喜欢的公司是伊藤商业连锁经营公司，这是他最有信心长期持有的股票之一，他认为这家公司可能在未来的几十年内保持年30%的增长率，因为超级市场刚刚在日本起步。1980年这家公司股票市盈率高达20倍，但相对于其辉煌的前景，这个价格仍不算高。

我问他对Toto公司是怎么看的，Toto公司垄断了日本浴室设备市场，在日本，很少人家里有浴室。坦普尔曼说，他更对塔卡拉标准公司感兴趣，日本家庭传统上习惯用木质的厨房用品，现在也开始喜欢容易清洁和制造的美国风格的金属柜台、橱柜、洗涤槽，塔卡拉标准有89%的市场占有率，和Toto的公司一样，塔卡拉标准公司在全国各地设有仓库，因此可以迅捷并且花费低廉地把产品运送到各地，而新的公司要想介入以上两个市场，首先就必须面临这个难题。

坦普尔曼说，20年前，当他首先投资日本股票市场时，日本投资者喜欢那些耳熟的著名公司，他们愿意花更高的价格购买这些公司的股票，如日本的联合化工公司、克莱斯勒以及威斯汀豪斯公司，而对于那些处于成长初期阶段的公司则不怎么感兴趣，另外他们也更注重公司的当前赢利能力，而非公司的长期发展前景。而现在，那些小公司股票价格要远高于规模庞大的名牌公司。

现在，日本股票市场是通过指数来量度的，其平均市盈率水平和美国股票市场相近，大约是27倍，但日本评价股票的惟一原则就是当前赢利能力，因此，在日本股票市场，成长型的股票往往都是便宜货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如松下在未来相当长的一段时间内，其年增长速度可达 15%，但股票市盈率只有 9 倍，因为其短期收益不确定。因此，坦普尔曼把松下列为第二只可以长期持有的日本公司股票。

另外，他还发现日产汽车制造公司远比它的美国同行福特有吸引力，虽然福特仍有较强的赢利能力，但是低于美国企业的平均水平，而日产可能是世界上成长速度最快的汽车制造商，平均每年增长 15%，除非日元汇率被高估。日产是美国主要的进口汽车品牌，丰田是日产在日本国内的主要竞争对手，其产量比日产高，但单位销售额要低于日产，这主要因为日产有最有力和最出色的管理机制。但到了 1979 年，坦普尔曼发现福特股票的价格以 1978 年赢利水平计算，市盈率仅有 3 倍，其投资价值已远高于市盈率高达 15 倍的日产。桥石公司轮胎年销售额达 10 亿美元，控制了日本轮胎市场的大部分，至于固特异、火石以及固特瑞奇这三家公司可以摆脱反托拉斯法的限制，组成一个巨大的垄断性企业。

在日本的证券经纪人中，坦普尔曼有两个最好的合作伙伴：

山一证券公司和大和证券公司，他们目光十分敏锐，工作一丝不苟，并且勇于进取。

除了日本、美国和加拿大，坦普尔曼认为只有极少数的地区适合投资，如德国、瑞士、北欧国家、西班牙、澳大利亚、新西兰、香港以及新加坡。他认为在南非这样局势紧张的国家，除非在同等条件下股价只有上述国家的一半，否则他决不会投资。他还认为，一旦解除现有的对外国投资的限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制，巴西也是一个极具潜力的投资场所。

对于日本以外的外国证券市场，他有一些特别的信息渠道，在真实的信息没有被公布之前，他也只得依靠一些传闻、公司内部通报以及银行家透露的信息。他评价太平洋基金管理人哈里·G·A·西格曼是一位非常精明的投资者，他所使用的一些投资方法与坦普尔曼自己很相似。我问他是否经常研究其他的基金投资组合，以获取一些灵感。“我确实是这样做的”，他回答说，“我对大约 20 个人进行了跟踪，每次报表一出来，我就仔细阅读，以发现他们是怎么想的”。

在其职业生涯的早期，坦普尔曼经常对公司进行个人调研，包括对工厂进行考察，测算经营状况。但最近几年，他不再认为这有什么必要了。

他喜欢向经理问一连串的问题：

首先，“你有一个长期的发展计划吗?”然后，“你估计年平均增长率有多高?”

如果目标增长率高于历史值，他就会问：“为什么将来的增长值会更高？你是怎么做的?”

接下来，他会问一个很关键的问题：“你们公司最强劲的竞争对手是谁？为什么?”

最后一个问题，也是坦普尔曼认为最具有启发意义的：“如果你不能持有自己公司的股票，你会投资于哪个竞争对手呢？为什么?”就如同证券投资价值分析报告一样，仅与一家公司接触可能会形成误导，他们当然会鼓吹自己的成绩。如果你跟踪某个行业中的公司数年的时间，你就会知道哪些信息是可靠的，哪些公司可以实现他们的目标，而哪些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司显然是夸大其词。尤其是与某家公司的主要竞争对手或者主要供应商交谈即使几分钟，也会具有很大的意义。你可以觉察出他所知道的竞争对手，虽然他不能把自身公司的信息泄露出去，即使他能够这样做，投资者恐怕也会受到惩罚。当然，他会对其他公司作一个准确的公正的评价。

坦普尔曼也使用第二手的信息，事实上，与最初的印象相比，他更重视对数据信息的分析，这些数据资料主要来源于一本叫《投资信息环视》的杂志，其中的信息不是评论，而是较为原始的形式。通过对一家公司15年的经营指标，如销售额、边际收益、折旧等进行分析，就可以大致把握这家公司基本的发展状况。

坦普尔曼还发现了一个很有价值的助手——《华尔街资料汇编》，这本杂志汇集了每周经纪人对公司经营状况的报告。坦普尔曼的办公室位于利福德·凯俱乐部附近的一家小购物中心内，以前他为了保持所有的文件，曾经想雇一个图书管理员，现在，他说，他可以从这本杂志的索引中找到所需要的信息。

他结交了许多经纪人，但仅仅是为了获取一些关于公司的信息，而对他们买卖股票的状况毫不关心。他认为，几乎没有经纪人（或者说少于10%）使用了他的思想方法。这些年来，坦普尔曼发现经纪人的信息来源似乎更有利于搜集资料，于是他立刻放弃了其他的方式。

不管是买股票、艺术品、房地产还是其他的东西，都会遇到这样一个矛盾：你认为最好的买入条件却不能为卖主认可。哈佛大学霍顿图书馆的知名图书采购员菲利普·霍弗告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉我，他的最成功的方法是这样问卖主："你有没有不想要的东西?"这些东西往往被丢在角落里，落满灰尘，如果确实有价值，那么这笔买卖可能比购买放在厨窗里的精品要好得多。

坦普尔曼的投资组合包括了他认为最值得买入的证券，这些证券是他在所有他认为安全有保障的国家中挑选出的。

一旦某只股票涨得很高，价格已不再低廉时，他就会找到更值得买入的股票来代替前一只股票。

他一直运用这种"比较→购买"的方式进行投资。

我问坦普尔曼是否会去购买那些刚刚脱离底部，投资者兴趣开始上升的股票。

他回答说，他只是最近才开始考虑这种做法。他认为以往的投资生涯中，他一直很有耐心，也可能是过于耐心了。而现在，如果有两只完全相似的股票，其中一只刚刚启动，而另一只仍然沉睡在底部，那么他更偏爱那只已经启动的股票。

在坦普尔曼的分析方法中，他起初是试图去测算一家公司的内在投资价值。40 年代中期，他的投资咨询公司都是按照格雷厄姆的方法，通过对各种财务指标进行计算，以对公司进行全方面的评价。

这种单调乏味的工作已由于《价值报告》杂志的出现而大为减轻，你只需每年花 300 美元便可轻而易举地获取你想要的结果，这些结果比一大群分析师们所计算出的更加快捷、更加精确。

所以现在，坦普尔曼自己再也不用做这种基本的财务分析工作了。对于美国、日本和加拿大的公司，他只要付些钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可以得到分析结果，但其他国家的公司就不同了，因为公布的数据都是不真实的。你只能通过提问的方式来了解想知道的情况，在一项投资价值评估中，所需考虑的因素不下百种，虽然，对于某一特定公司来说并不一定都适用。这样，在研究一家自然资源公司时，你可以省略掉 1/4 的因素，对于一家制造行业的公司，你也可以省略掉不同的 1/4 因素。

但以下六个因素对于任何公司都十分关键，并且普遍适用。

1. 市盈率倍数。

2. 边际利润率。

3. 资产变现价值。

4. 公司的年增长率。这是一个很重要的指标，尤其是能够保持的增长率。如果一个公司在某一年没有增长，这可能是很正常的事情，但如果两年都是如此，那就值得怀疑了。坦普尔曼在成长性的问题上有一些分歧，他感兴趣的是财务状况和隐含的资产价值。

持续稳定的增长是最好的。毕竟，在通货膨胀时期，即使公司停滞不前，报表上的数据也是显示增长的。另一方面，你必须警惕过快的增长速度，这通常是靠不住的。

他举了一个稳定成长的例子——交易清算公司，我问他我所喜爱的一家财务服务公司——H&R 布洛克，成立时间较短，但成长速度很快，大约是 14%，坦普尔曼认为，他预计这种表面的增长将会逐渐停滞，因为公司的管理费用将逐渐得不到有效控制。我向他提起 T·罗·普赖斯的投资理念：在经济中寻求“适合成长的肥沃土壤”，在未来几年内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意会发展和繁荣的行业，再购买这些行业中的龙头公司的股票。坦普尔曼回答说，他也不时地购买T·罗·普赖斯成长型股票基金所持有的股票，但这些股票市盈率都很高。经常有一些成长型的公司由于不被人了解而市盈率很低，如是投资于这些股票，你就可以不必具备足够的经验和学识而买到极具成长性的股票。

任何事物都有自身的季节，并且每一个季节都不会永远地延续。世界的焦点在不断地改变，投资者也应该随之改变。T·罗·普赖斯的成长型股票的哲学曾经在相当长的时期内深入人心，但最后这些股票的价值却变得如此地不合理。要想使早期的收益率一直延续是不理性的，波士顿的戴维·巴布森集团钟情于投资高成长的股票，但6年之后他们的基金已处于破产的边缘。他们应该找个理由来改变一下他们的投资方法。摩根财团也是如此，由于在60年代末期和70年代初期投资雅芳和国际香水等股票而取得了骄人成绩，如果塞缪尔·R·卡罗威先生在1973年退休并且将所有头寸平仓的话，他们就可以笑到最后，可惜到了1975年，这些股票市值跌去一半的时候，他们才这样做。

5. 主要的原则就是要保持应变能力，你必须在一切看来都正常的时候随时准备改变。当事情一切都与你所预料的一致时，你应准备摆平。

6. 不要相信原则和公司。坦普尔曼在30年前认识了化学银行信托部的一位负责人，他不甘心几代人对市场迷惑不解的现状，他把市场创立以来的所有历史信息，循环往复的各个周期有关的、心理的、财务的各种数据等搜集起来。经过漫长的分析之后，得出了一个重大结论：道·琼斯指数将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在三年内直泻而下，于是他赶紧把客户的资产全部转为现金。不过，非常遗憾的是，第一年，市场在上涨；第二年，市场涨得更快；第三年，市场比前二年表现得还要好。

坦普尔曼一段时期的合作者万斯，那时候是个老人，喜欢作关于投资理论的演讲，演讲的工具之一就是卷着的巨幅图表，每次演讲前，他都从观众中请一个志愿者帮他把图表展开并挂到墙上。图表列出了前 20 年的市场走势，同时还画有许多不同的影响线，代表着不同的市场影响因素，如工业产量、货币供应量等等。其中一条影响线与市场走势拟合得最佳，如果你跟着它走，就很容易知道市场何时会出现头部或从底部走出，观众对此十分感兴趣，向他请教这条影响线的含义，万斯先生告诉他们，这条线是他家房子后鸡窝里母鸡的下蛋率。

以上就是坦普尔曼著名的随机应变投资策略。当我第一次在拿骚拜访坦普尔曼时，他管理的基金只有 2 000 万美元的规模，他和他的基金没有任何名气。而当我 1980 年写这本书时，投资者纷纷选择了坦普尔曼，他管理的基金很快超过了 2 亿美元，他设立的第二个基金也达到 7 000 万美元，几乎每个星期就有 200 万美元的资金加入他管理的基金，要运作如此庞大的基金，就不能仅仅寻找一些价值低估的弱势股，于是，坦普尔曼又一次施展了应变能力，买入了像福特、罗伊尔·达奇等蓝筹股。

在证券市场中，坦普尔曼可以说是在与智商最高的群体竞争。大多数的投资者都可以指出福特和罗伊尔·达奇的投资优点。然而，很多投资者并没有这样去做，他们仍在如履薄冰地投资加拿大的小房地产公司和日本的贸易公司。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实，也许福特和罗伊尔·达奇就是最好的便宜货，而与管理的资金量大小无关。时间会说明一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八　拉里·蒂施
——现实主义者

“我是个生意人”，拉里·蒂施舒服地躺在他的椅子上说，“我将股票看作是生意”。

我们坐在第五大街666号他庄重而现代化的办公室里，在这里，这位满脸堆笑的小个子管理着洛氏公司（从事烟草和保险业务，同时拥有一些剧院和宾馆），同时也进行股票投资，管理的数额通常会达到数亿美元。在我们交谈的时候，他桌子旁边的一台股票行情机不停地向我们显示股市自动收报信号和股票价格。

“不同的体系——本杰明·格雷厄姆，增长型股票和其他的——只要你能严格遵循他们，那都是不错的。可惜的是，大部分人做不到这一点，他们学到的尽是些不好的东西。我自己是没有什么体系的，我是一个现实主义者，我只是一直等到第四年，当这个股市走到底部的时候，就买进任何一只只要我认为它会有很大反弹的股票。

“走出底部2～3年以后，在循环圈的下一个高峰来临之前，许多东西会翻2倍或3倍，你永远不会知道它们将会成为什么。”

但他是不是特别偏好某一种类型的商品——是一轮轮循

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环圈中最长期增长的公司还是较少增长的公司呢?

"不，任何东西都有它的价格。举个例子来说，我并不是非常喜欢美国钢铁公司，但在 19 的价位上肯定是一个好礼物。而后来又怎样呢? 翻了 3 倍!"

如果你作为一个长期投资者担心资本所得税，你可能想买一只数年内不用抛出和纳税的股票——一只你可以长期持有的股票。美国钢铁公司是这样的一只好股票吗?

"不，不。我不会长时间地持有美国钢铁公司股票的，但接下来的问题是，如果你将不得不缴纳很高的资本所得税时，我就不敢肯定普通股票是否总是具有吸引力的。市政债券的收益可以达到 6.5%，为什么还要烦恼呢?

"另外一点：一位精明的投资者是不会试图去和市场过不去的。在循环圈的第三年道·琼斯指数为 950 点的时候，就与你从底部走出来，而道·琼斯指数为 750 或 800 点时的情况有很大的不同。"

拉里·蒂施不仅买股票，他也会购买整个公司。以他和其他内部人控制了 40% 股份的洛氏公司作为基础，他获得了美国第五大卷烟公司洛里拉德公司（健牌、纽波特、特鲁香烟的制造商）和 CBS 公司，控制了 CNA 金融公司，这是一家从事灾害保险（大陆灾害保险公司）和基金管理的公司。洛氏公司持有惠灵斯－匹兹堡钢铁公司 25% 的股份，同时它还是一个规模很大的建筑商。如果不将 CNA 公司计算在内，洛氏公司的收入大约为 10 亿美元，要是将 CNA 公司算进来的话，收入就达到 30 亿美元，这是从 10 年前的 1 亿多美元发展而来的。10 年来，公司每股收益已经增长了 10 倍多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论是为洛氏公司或者是它的股票投资，还是作为一名个人投资者，将股票看作生意的蒂施在选择股票时主要看重公司什么样的品质呢？

“我最看重的一件事情是在所有投资支出以后公司的现金净流量，如果公司的赢利要再投入到更多的资本支出中去，那么这也许并不是真正的赢利。

“在发生这些情况的年份里，往往需要将赢利用于资本支出，而不是将它们资本化并列入资产负债表。大公司不得不继续花费越来越多的钱，以维持现有的赢利水平。这与其被看作是价值的真正提高，是不是还不如说其实是在花钱呢？”

我提起在前 10 年，杜邦已经借进了 10 亿美元的长期资金，但支付的红利却只有 5 亿美元，无论是红利还是收益都没有怎么增加——但股价却一直维持在高价位上。

“这真是荒谬”，蒂施说，“股价被定得过高了”。

这是不是意味着因为一大批美国公司事实上正在通过现金再投入来维持它们的收益和分红，从而失去了吸引力呢？

“肯定是这样的。在我们所称的‘大烟囱美国’，企业在除去资本支出后几乎就没有多少累积的自由现金了。在很多情况下，公司其实是不赚钱的。”

我注意到，英国的一个议会委员会声称按照真实的价值计算——将通货膨胀因素考虑进来——联合王国的工业从整体上看，实际上一点也不赚钱，因此说，联合王国企业的税率不是 50％而是要高得多。

“确实是。”蒂施说。

知道了这一切以后，如果我们要选择一个将持有 20 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票投资组合——假设这是对一个小孩子——在考虑到税后和通货膨胀因素，债券几乎没有什么真正的回报这些情况后，哪些股票会比债券更具吸引力呢?

那是个很难处理的问题。

“嗯，我建议你持有一家像艾特纳、旅行者或查布那样棒的保险公司，它们的股价只有收益的5～6倍，同时还没有什么人要，它们是很有价值的。就服务性公司而言，你可以选择罗林斯，由于它拥有奥金清洁剂公司这样的子公司，因此是一家真正具有长期增长潜力的公司。接下来我的建议选择诸如威尔汉瑟公司或国际纸业公司那样有着永不枯竭的森林资源的优秀木业公司。它们应该都是能够抵御通货膨胀的。”

我们谈到了其他许多尽管没有达到非常理想的标准，但也不失为一种选择的公司，在它们中间，有宝洁公司和一些技术型公司。过了一会儿，蒂施说，“道氏化工公司：现在是美国最好的公司之一，按理它应该出现在我们的清单上，只要它们能保持在研究领域的优势。另一类目前人们不感兴趣的好行业是储蓄与贷款机构，其中最大和最好的可能就是大西部金融公司了”。

突然他变得兴奋起来。“这里有一家我们就持有的公司——艾拉·沃尔德鲍姆，它是在纽约的一家连锁超市，由一名叫艾拉·沃尔德鲍姆的优秀管理者在经营，他只有40岁，真是了不起。目前这家公司的股价只是其收益的3倍！它的账面价值有20美元，而股价却只有8.5美元。”

“我对很多产业是不怎么了解的，但百货公司是个例外，我觉得联邦百货公司是你20年投资计划很好的一个选择对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象，它们有一个相当不错的管理层，他们知道他们所要做的一切，尽管由于大城市面临一些问题，而相应地也给他们带来困难。当然，零售业不是很容易经营的。另外一个我们自己持有，同时我也非常喜欢的是页岩油气公司：'TOSCO'。我有一个奇怪的想法，那就是我们不久将会耗尽油气能源，但 TOSCO 将是一个取之不尽，用之不竭的'源泉地'①。

"对于一位耐心的投资者来说，我觉得 FNMA（联邦全国抵押协会）看起来挺不错的，它们每年提高分红，同时每年的收益也在增加，它的投资收益率为 6.5%，但其股价不到全面冲淡普通股赢利的 6 倍。对它来说，可能发生的最坏事情是增长会有所放缓，不过你仍然可以有一个好的回报和一个非常安全的环境。"

蒂施沉思了一下，脸上露出了喜色。"你知道，一项真正令人着迷的投资是萨文商用机器公司，它们有着市场上最好的复印机，我有一台就在这门外，那真是一台好机器。公司的增长率是惊人的，而其股价也只有收益的 5 倍。你千万不要错过这样的机会，这家公司正由一位出色的人在经营着。"

我们谈到了具有中等规模的特制品公司的整体状况，罗林斯就是一个例子。蒂施喜欢这个主意，但不要迷信其中的大部分企业。

我问他房地产投资怎么样。

"不过你知道，这样的话你就会遇到一个以前从来没有碰到过的问题：环境保护和生态问题。现在你不会知道一旦

---

① 这只股票在我们谈过不久价格就猛涨了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到这些土地，你能不能把它们真正利用起来，因此那是一个全新的球类游戏。”

我注意到，自从在新的开发方面的限制越来越多，接下来现存的私人住宅会成为极具吸引力的财产，这是因为它具有稀缺价值，同时重置费用会不断提高。

我问他，当时他的共同基金投资情况如何。

“嗯，此时我想在这一轮的商业周期中我们是迟到者，因此我们的共同基金所持有的 90%是债券。这是个很有趣的现象，现在有很多好公司的债券收益达到 10%～10.5%，如果你提出要买入一只 BBB 级债券时，许多投资者会举起双手表示反对，但同时他们又会很高兴地出去买回一只未征税的股票。”

我问如果是在一个商业周期的底部时，股票通常是不是没有债券那样恢复得快。

“嗯，是的，”他说，“然而，在市场底部时，你经常会得到一只收益为 14%或 15%的债券，到商业周期到达顶部时，你从债券上已经得到了 40%的收益。你始终能够取得 14%的利息收入，因此你取得了与买入一只低估股票一样多的高收益，同时风险还要相对低得多。当然对同样的一个公司来说，税后的股票分红要比债券利息好，因为它有 85%的免税。”

我又问他一个有钱人的投资应该如何定位。

“他能得到 6.5%的免税，如果他居住在纽约，那么鉴于股票价值增长，他要缴纳 50%的资本收益税，即使他能在股票方面取得利润，但我要说，在经济周期发展到目前这种状况，他在市政债券方面至少可以得到一样丰厚的收益，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且肯定会更安全，为什么还要烦恼呢?”

我注意到因为市政债券只有6.5%的收益，尽管是免税的，但考虑到通货膨胀因素后，就不见得有多好了，投资者从市政债券中得到的真实收益只是他的本金。

“是的，我知道”，他回答说，“但是，大多数的投资者在股票市场上也是不赚钱的”。

在洛氏公司自身的证券投资组合中，蒂施在股票上的投资最高的时候达到4亿美元，最低的时候只有1亿美元，也不知道现在情况如何。

我问他，他觉得什么是公司管理者最大的失误，这种失误会导致股票失去对外来投资者的吸引力。

“最大的问题是以自我为中心的利己主义行为”，他很肯定地说，“有很多的管理者往往以自我为中心，他们希望公司越来越大，尽管其结果是公司的赢利并没有增长。他们企盼拥有一个更大的飞机和一个更宽敞的办公室，尽管这不会给股东们带来相应的好处”。

“第二个大问题是在管理者身边的都是一些唯唯诺诺的小人。”

“第三个大问题则不同于上一个：管理者把自己孤立起来。”

“公司的另外一个大问题是平庸之辈最终爬到了顶峰——一位一直在觊觎老板位子的家伙。”

“彼得原理，”我评论说。

“是的。这家伙不喝酒，上的是所好学校，同时还有一位迷人的妻子。”

迷人的妻子?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“是的，在现今的生意场上，一位得体的妻子可以带来很大的帮助，这一点比大家意识到的要重要得多。在这些经理圈子中，有很多的业余社交活动，一位得体的妻子能够通过与其他得体的妻子们交朋友的方式，来帮助自己的丈夫。不过也许她的丈夫根本不适合从事这项工作，因此尽管妻子的行为有利于她丈夫，但对公司来说是很不利的。

“另外一个问题是这么多的人运用计算机来从事工作，以至于管理者不知道如何来对人员进行管理：他陷入了困境，无所适从。”

我注意到这些都属于人的问题，而不是技术方面的问题。

“你通常能够纠正业务方面的问题”，蒂施说，“而人的问题的纠正则要困难得多”。

重新回到他的证券投资组合这个话题上，我问他还持有一些其他挺有趣的什么股票。

“嗯”，他说，“史蒂倍克·沃辛顿公司是一个，西北工业公司也是一个，史蒂倍克是一家管理非常出色的好公司而整个这样的集团却被低估了：即混合工业产品领域”。

我注意到，这样的股票，并没有特别引人之处，对于一个经纪人来说，卖出去也是不容易的。谈到这点，那么他是否有些亲信的经纪人呢？

“我并没有从经纪人那里得到很多。他们总是在一只股票已经上涨50%后才打电话告诉你，并且他们从不告诉你什么时候卖出。这里，我们有几个小伙子专门为这些股票工作，而我们的看法就来自于他们那里，我们有我们自己的看法。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些信托公司情况又怎么样呢——他知道哪家银行近年来做得比较好吗?

他摇了摇头。

“糟糕得很。”他说道。

那么，那些银行自身是不是有些可以成为好的投资呢?

他再次摇了摇头。“要是你看看那些资产负债表，并且分析一下那些难以有进展的、在乡村的贷款，真正的资产及其他一些东西，你就会发现，那些为中心的大银行的资产少得可怜。”

“我们不做那些戏剧性的事情，我们是实用主义者。我们的宗旨可以一天一个变化。我们只是尽力去买那些有好的价值的，再在它没什么好的价值后卖掉。”

那么，你就是通过经营股票来赚钱的?

“是的，我们就在这方面赚钱。但我们买股票并不是为了经营。如果我们的某个小伙子打电话来说 IBM 将会上涨 10%，我们是不会买的。我们是作为投资者来买股票的，如果它们已经达到我们的预定目标，并且我们又发现了一些可以买的，那么我们就会再次将它们卖出。我们就这样一天天地运转着。”

在 1979 年的夏天，我再次拜访了蒂施。他关心着经济发展前景，并相信美国要比一般人认为的那样更接近于一次衰退。因此，他极其没有信心，证券投资得很保守。

他认为，快要来临的衰退要比大多数经济学家讨论的更令人痛苦。“太多的人在讨论着软着陆。我认为我们可以像几年前那样扩大信用体系并且消除软着陆。”

如果整体市场下跌的话，可能有股票挺得住吗?“我不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道，但大海捞针的做法是划不来的。”

许多低市盈率的股票看上去价格很有吸引力，但是如果一只股票从其收入的 5 倍跌至 4 倍的话，那么你就损失了 20%的钱。毫无疑问，关键的问题是，在一次比较严重的衰退中，收入受影响的严重程度。

“如果不是因为收入的降低，艾特纳从收入的 4.3 倍变为 5 倍的话，那还没有什么问题。但如果它变为收入的 10 倍呢？这在过去已经发生过。”蒂施并不是在预测那样的下跌，但他也不能说这就没有可能。

他关心的主要问题之一就是：通货膨胀将会给公司收益带来些什么，你可以发表这样的论断，那就是绝大多数收入是夸大了许多。

在即将来临的衰退中，另外一个严重的问题之一将是：政府并不真正想把通货膨胀率降下来。“政府在讨论将之逐渐降低，大约要在一个 7～8 年的时期内。那就意味着衰退可能不会给通货膨胀引起的心理状况带来应有的影响。甚至，即使在衰退中，大家也能挺住。”

当问及如果外国的投资者们美元走强，是否可能不会重新进入市场，蒂施回答道：“为什么美元就一定会走强？在新的石油价格下，我们的支出平衡将再次开始变糟；紧接着的大问题就是，当衰退到来时，我们的赤字将会是多大？我们会不会再次回到 600 亿～700 亿美元的赤字呢？大的财政赤字以及一个变糟的支出平衡联合作用，将会对美元造成严重破坏。那就是我们在 1980 年将会看到的。”

这里，我对一位大规模范围内存在的“狂热”投资者进行了描述，并不是因为他是一位可向普通大众推荐的典范，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是为了让大家注意到蒂施在比较选择中体现出的那种简单而富有经验的现实主义和他这种态度的灵活性。股票有着比债券更高的潜在回报：买股票；债券获利更多并且更安全：则买债券。波动的股票下跌了并且必然会反弹：则买进它们，等待反弹。

蒂施利用媒体在家中工作，他了解商业和金融发展变化的状况，所以可以很容易地作出这些判断。大多数对蒂施亦步亦趋，受感情而非经验和理由驱动的投资者往往会弄错。蒂施小心谨慎地赚钱。因为他的做法和大批投资者相反，每次蒂施这帮人改变投资方向时，这些投资者总会损失掉一部分钱。他们不能战胜市场，他们却构成了市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九 罗伯特·威尔逊
——使郁金香更丰满

一些零售投资商认为经纪商行的存在使他们更加富有。罗伯特·威尔逊无意于打消他们这种念头，但他心里很清楚。在威尔逊眼里，在每个营业日中。零售经纪商行从早到晚都在为他卖命，并不是因为他是一名客户。

由于股票经纪人急着把股票推销给用户，一些普通公司的“概念”股票价格飞扬，威尔逊最拿手的好戏就是让华尔街的黄粱美梦破灭。社会上总流行一些新时尚：地面泳池公司，镭股，抗癌新法，电脑软件公司，治理污染工程，双层针织服装公司——某种可以改变世界的时尚，似乎是一棵参天大树。投机商潮涌而至，价格飞扬，比如说价格从 5 升到 10，投机商笃信自己的才智，大量购入，价格提高，新的投机商又大批拥入。这台永动机过度膨胀，不再具有合理的投机价值。罗伯特·威尔逊注视着这一熟悉的程度，看见皮筋开始绷紧。越来越多的追随者似乎并未吹裂这概念股，股价升至 15。威尔逊从经纪人处借入一部分股票，答应日后归还，并在市场上以 15 的价格卖出，打算以 10 甚至 2 的价格重新购回。

由于经纪人的炒作热情，零售投机商作出最后一番努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，股价升至20，威尔逊的投资金额损失了1/3。他惊慌了吗？不，这司空见惯，威尔逊平时也会卖空更多的股票。股票下跌缓和至15。此时，威尔逊觉得自己赢了。敌人正在撤退。他向朋友、经纪人、记者以及任何愿意听取他意见的人解释股价为何过高，前景为何暗淡：公司落伍，管理阶层虚伪，竞争激烈，成本上升，市场萎缩，从日本正引进一种新产品的公司的银行债务多，也许管理上还存在问题。

先前的经纪人重整旗鼓，招兵买马，凭借“15这个价便宜得很，从20跌下来的”这块招牌以及“从现在起两年会涨5美元，升至40。”此时，威尔逊、经纪人以及其他空头狙击手围攻缴杀。也就是说，成千上万股股票被卖空。经纪人编造下跌的理由。华尔街许多俱乐部中流传着吓人的说法，零售商十分恐慌。股价大幅滑坡，威尔逊购回所借股票，价格在7万～10万美元之间，这样达到目的，赢利25万美元。对威尔逊来说，鼓吹“概念”股的经纪人就像欧式打猎中的驱猎夫，把猎物赶到守候地。“砰！”10万美元，“砰！”又是10万美元。

就威尔逊而言，猎户——我指的是经纪人，为他出力干活，而不是为鸽子。我所说的就是这意思。

威尔逊身材瘦削，棕色胡须，细长脸，头发稀疏，谈吐幽默，略带中西部口音，穿着朴素整洁，身材像二十几岁的人，脸上看上去有四十几岁。实际上，威尔逊52岁。他深信保持身体健康的重要性。实际上，干他这行，就像航空塔工作人员一样，必须健康。

威尔逊脚穿平底凉鞋，跷在办公桌上。他的办公室位于纽约西57街一幢写字楼里，办公室宽敞，明亮，现代。威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔逊坐在办公桌前买股票。每天上班 2/3 的时间通电话，1/3的时间看商务杂志和秘书记下的留言。晚上常和股界友人外出。

威尔逊的这个信息系统提供投资点子，使得罗伯特·威尔逊继沃伦·巴菲特和拉里·蒂施之后，成为我们研究对象中最富裕的人。1958 年，他从父亲那儿得到 1.5 万美元的原始股，尽管在 1978 年严重受挫，但单靠股市炒作，他的财富增至几千万。

为使这架赚钱机器运转良好，威尔逊十分注重自己的身体。早餐丰盛，过去他吃不少鸡蛋和熏肉，后来发现自己胆固醇偏高，就戒了熏肉，鸡蛋也少吃了。他喝很多水——每天超过半加仑。他发现饮水对肤色有好处，他的肤色看上去确实要年轻 20 岁。他患痔疮时养成饮水的习惯，并保留至今。

他服用维生素 E 和 C，常慢跑，练瑜伽。他常去纽约体育俱乐部做健身操，但他并不热忠于体育活动，他讨厌体育竞争的一面。他说自己体弱，协调性差，他的面部练习能防皱和双下巴。他常做怪相，上下左右拉动嘴角，像日本画中的一名演员。头顶开始秃顶时，他搓揉头发，刺激头皮，促使内分泌正常。他说随着年龄的增加，人体的血液流动速度极慢，人们必须维持一定的血液流速。

据威尔逊讲，偏好卖空业务是由于他年轻时在底特律的经历。他父亲是火灾以及伤残保险代理，并不富有，但手头有一些银行股票，过去，这些银行股票性质是无限责任。如果银行倒闭，股东个人对债权人承担责任。如果股东破产，他就追索到卖给他股票的股东。由于该项法律，他父亲在大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萧条时期破产，当然家里生活依旧很舒适。那次经历使威尔逊认识到灾难的风险，也使他认识到60年代的繁荣不可能持续下去。

威尔逊的父亲尽管在大事上讲道理，但在小事上吹毛求疵。在钱的事情上令罗伯特十分恼怒，以至于发狠有朝一日能够“买卖”父亲。

大学毕业后，威尔逊读了两年法律学校，后成为第一波士顿公司的实习生。他说他在那儿学会如何得体着装，第一波士顿公司不允许职工穿便鞋，所以他穿着长袜和皮鞋走来走去。1951年朝鲜战争期间，他应征入伍，在部队当了两年的打字员。之后回到第一波士顿公司，但一年后又回到底特律，在底特律国民银行信托部工作了五年。他不喜欢这份差使，但发现这儿的同事极其有才干，因此认为这份经历特别宝贵。1958年，威尔逊回到华尔街，经营普通美国投资者基金，此种基金性质不公开。后来又加入了A. G. 贝克尔公司。

威尔逊曾谈及在50年代中期，他曾经想加入德·威公司。该公司老总艾米里·德·威宛如一部百科全书，面试时对他详加盘问。最后他说如果威尔逊想在他那儿干，必须放弃自己投机的念头。威尔逊未答应，所以就失去了机会（我支付全部手续费让该公司托管我的基金，这样就避开德·威公司的规定。我就有权被作为经理人，也被作为客户的身份对待）。

1968年，他自己动手创办一份小额套利基金。该基金是为亲戚朋友设立的，金额为300万美元。1970年熊市最低谷时，基金下跌38%。由于多数投资者抽出，基金额只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剩30万美元，在累积基础上，基金收益高于以400只股票计算出的标准·普尔平均水平。现在该基金已恢复至300万美元。

当然，威尔逊最主要的工作是经营钱财。近几年来，其财富已达几千万美元。他指出有些人发不了财，原因是他们认为“少量钱财的40%仍然没多少钱。”不管有多少钱，每天能赚40%，很快就会变成一大笔钱。威尔逊自己的事业证实了这一点。相反，一位富商如果说：“去年我挣了300万。”但他却动用了1亿美元，说明他挣得并不多。

最好的复仇

威尔逊正修理他的公寓，公寓位于中央公园西面，面积很大，他独居此处。他是纽约数所机构的资助人，包括大都会剧院，布鲁克林·博塔尼克公园，以及惠特尼博物馆。在这里，人们很欣赏他的才智。他喜爱音乐，尤其是马勒、瓦格纳、理查德·斯特劳斯、普西尼、莫扎特和贝多芬。他是实用主义者，对如何把事情做好感兴趣。他朴素、幽默、富有同情心、不炫耀。

威尔逊这样做的动机是什么？他反复说最重要的是思想富有。他似乎把钱看成一种符号。他生活朴实，没有任何昂贵的嗜好。他不想雇用或者开辆黑色大轿车，他觉得这样做，会使自己与世隔绝，炫耀挥霍会“减少人的活力”。他确实喜欢向文化机构捐款，担任董事会成员，每周喜欢出去品尝美味佳肴。

他常跟其他投资者相比。比如，谈到沃伦·巴菲特时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他微微一笑，说："我认为他比我成功，因为他在比我更年轻的时候就赚了不少钱。"我说巴菲特真正感兴趣的可能并不是钱，威尔逊迷惑不解。他谈到过去、现在，以及将来可能拥有的金钱：1 000 万，2 000 万，4 000 万，几个亿。他预计在即将来临的牛市里，他的财产要达到"10 亿的相当一部分"，他又说道："人家都问我到底多少亿？我不准备公开。"罗·普赖斯谈及他的财富时，用了一个百分比"18 个月增长 20%"。威尔逊对此仅略有兴趣。而普赖斯有多少钱呢？并不多。在物质方面，威尔逊赚那么多钱有何用场呢？没有什么用场。他对现有的一切心满意足，金钱已超出其需要。也许他确实在报复他父亲，或者与校园里的小流氓较量。

他把生活描述成为享受的过程，"股市上扬的那一天，感觉就如同上演一场希腊神话故事那样好"。亏钱时，他心里很难受，但并非无法忍受。在这类投资中，要特别能忍受痛苦才会成功。"工作对我的影响并不很大，没有根本影响我生活。"他引用伯纳德·贝恩森的话说："要使生活舒适，人们必须有钱，但是时间要紧张些。"他说自己生活中另外一个座右铭是"好好地活着是最好的复仇"。

威尔逊头脑灵活，言谈犀利，对很多事情都很达观。我们谈到著名的邮资家不太倾向于奢侈的生活，他指出生活奢靡的那些人往往是工业界头目，收入高，但净资产值低。我们认为投资者多半富有哲理性，不喜欢炫耀。威尔逊又说道："最笨的一件事就是花钱。"

他顺便提到他认为投资家总体上不喜欢与人相处，因而不注重给别人留下好印象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场噩梦

威尔逊除体育锻炼外，还有一段时间静养以保存精力。他信奉 J. P. 摩根的格言："我可以用 9 个月而不是 12 个月做完一年的事情。"他有一次外出旅游度假，结果弊大于利。1978 年 5 月，他去欧洲、远东、澳大利亚旅行 6 个月。出发前，他合理组合证券投资，多空头平衡，不管市场涨跌多少，他觉得很保险。他当时估计市场不会有大动作。过去，他经常同时买空卖空，而不仅仅是不入市，这样赚得更多。他说，在那之前，他的空头交易神话般地成功。

不巧，当时他手头持有景观国际公司 20 万股，空头寸均价为 15 美元。之后，该股一配三。现今的股市上，空头价为 5 美元。出发之前，股价上扬至 20 美元。"我正受到攻击，但我可能要做更多的空头。"威尔逊在一份全国性杂志上一篇广为关注的采访文章中这样说道。景观国际公司刚在大西洋城开了第一家赌场，威尔逊预计不会如公众期待的那么成功，原因是大西洋城的气候不如拉斯维加斯。威尔逊说赌场主需要黑社会帮助收债。如果杰西驱逐黑帮之举大获成功，赌场不允许欠债，对大主顾不再有吸引力，威尔逊深信不疑。开始了环球旅行。当他漫游欧洲之际，景观国际公司公布新赌场初绩辉煌。公众都被吸引到该股上。由于威尔逊公开宣布自己做的是空头，经纪人都知道，就跟客户讲股票上扬到一定程度，威尔逊不得不购回空头寸，由于他的财力并非无限，这也从某种程度上支持了股市。

只有哈诺得·查姆一人反对做空景观国际公司股票。查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆认为此股将会成为大赢家，确实他料事如神。威尔逊的其他顾问，比如迪克·吉尔德劝他挺住。他们都未意识到别的赌场要进入大西洋城必须经历如何漫长的斗争。他们忘了赌博市场巨大的规模。1978 年，内华达州赌博业收入达 15 亿美元。

正当威尔逊流连于湖光山色，漫步于教堂、音乐之中，在国内，毁灭正开始向他靠近。

景观国际势头强劲，威尔逊离开时为 20，后上升至 30，是威尔逊原价的两倍。正当威尔逊游览了一个又一个景点时，景观国际升至 40、50、60，是他原价的 4 倍，现在是威尔逊全部空头寸的 1/3。威尔逊损失了上亿美元。他记起在挪威乡村那令人心寒的一夜，那夜他喝了不少酒。华尔街来电堆得很高，他预感到事情搞砸了。

金融界的记者公开推测威尔逊的窘境，景观国际业绩继续保持辉煌。经纪人让客户继续炒作：威尔逊正退出。

威尔逊抵达远东：新加坡和香港。景观国际继续攀升：5 点、10 点。稍微上升一点儿就意味着亏损 10 万美元。

威尔逊开始崩溃。他对整个情况很清楚。从心底里，他知道自己毁了，他处于完全不同的投资环境。景观国际潜在的优点以及时机困住了他，而不仅仅在于他对市场判断不准，谁能预料到呢？景观国际公司一年升至 5 000 万美元，这是商界历史上最成功的范例。至今，威尔逊还没有发现有另一家公司在 18 个月内从 100 万美元升至 5 000 万美元。

纽伯格 & 伯曼公司定期来电话。我们必须有更多的利差。你想卖什么？他们规定一个限额，超出限额就不行了。如果威尔逊惨败的话，他们不愿意冒险使自己的公司承受可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是灾难性的亏损。他们是正确的。威尔逊承认无此限额，他就给毁了。

“补进一些景观国际。”威尔逊下达命令。现在他不得不给自己加压。他购进景观国际后，使得股价进一步上扬，压力更大了。景观国际高达120，威尔逊亏损达1 000万美元。

威尔逊去了台湾。此时，国内灾难加速走来。9月份的台北阳光明媚，暑气未散，与美丽忧郁的香港不一样，台北是一个热闹、充满生机和活力的东方城市。威尔逊下榻在古兰都饭店，该饭店是国民党建造的纪念性的建筑物。他住单间，房顶很高，像座塔。每天，他身着橄榄球衬衣、花裤子，脚穿阿迪达斯旅游鞋，头戴太阳帽，乘车穿过喧哗的大街，游逛庙宇。蒋介石离开大陆时，卷走了中国艺术的精品，所以台北的艺术展览馆是世界上最宏伟的。

景观国际每天都在上涨，在一周内，从120升至180。最糟糕的一天，威尔逊亏损了50万美元，开市的每个小时损失10万美元。

威尔逊无法忍受了。9月4日，他到旅馆总台取钥匙，服务生递给他一份来自纽约的普通电报。又上涨了！威尔逊没有回传真，他决定挽回一些损失，他到通讯服务处发了一份电报给纽伯格 & 伯曼公司，追回全部的景观国际。情况也就如此。

次日，威尔逊吃了顿丰盛的早餐：蛋、粥以及一根香蕉（他称为营养丰富角）。他和平常一样，乘着的士，继续观光：寺庙、教堂、油画、雕刻。他对台北物价之低廉感到惊讶。中午，他享用了一顿美味佳肴，又继续观光。

傍晚时分，他回到旅馆房间准备吃晚餐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7点钟，电话铃响了。威尔逊依然身着橄榄球衬衣、阿迪达斯旅游鞋、轻便的蓝裤，坐在床上接电话。

打电话的是纽伯格 & 伯曼公司的经纪人。

“景观国际价格为190，我们怎么办?”

威尔逊清楚190已经接近或者已经是顶价了，股票价格不能再高了，价格不应该那么高。这是典型的投机股，随时都会崩溃。那么，他敢不敢卖掉其他的，卖掉收益不错的多头呢？如果和上周犯同样的错误，他就完蛋了。他不得不卖出景观国际，即使是错误之举，他已筋疲力尽了。所有隐形的吸血虫都在抢他们的一份。

威尔逊问：“你收到我的电报了吗?”

“什么电报?”

“我叫你卖掉景观国际。”

“你叫我们这样做的?”

“是的，卖掉!”又讲了几句话，威尔逊就挂断电话。

威尔逊的灾难降临时，正值报界罢工期间，但金融版上仍作了大量报道，《华尔街日报》上作了大量报道，《绅士报》和其他报纸也纷纷加以报道。确实这可能是当今最惨痛的一幕，尤其是在大量的报道之后。

威尔逊讲他在景观国际上所犯的错误并不是市场判断的失误，而是误解了公司的基本因素。他也认为就在当时美国改变了其策略。60年代，不管是政治亦或其他方面都不对劲，新企业通常失败。但在1978年，新时代开始了。谁会想到纽约人居然会拣狗屎呢？也许景观国际和狗屎都预言着深刻变化的降临。景观国际的大西洋赌城是美国长期以来第一件总体上进展顺利的事情（是否“顺利”取决于你如何看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待公司的邪恶性)。

威尔逊想到几年前《纽约人》上刊登的一幅漫画，不禁暗自发笑：一对嬉皮士，留着长发，衣衫破旧，躺在垫子上休息。他们的小孩朱尼亚是一个穿着整齐的美国小孩，身着三件套西服，手提公文包，步履坚定地走出房门。他的父母唉叹道："我们错在哪儿?"

威尔逊的准则

任何成功的投资方法注定要失败。情况会发生变化。短时技巧还奏效，但最终仍会失败。那么你必须采取不同的措施。

不携带绳索

罗伯特·威尔逊的操作方式会吓着本书中所述的其他著名投资家，这些投资家赚钱通常比威尔逊少。实际上，威尔逊的办法和亏损的小投资者使用的是一样的。不同之处就是威尔逊做得好些，丝毫不用担心其财力。即使事情暂时不顺的话，他也不会放弃好主意。爬山运动要求爬山人员穿着合适的服装，携带必要设备，在山崩期间，不能太晚外出，爬山结伴，谨慎行事，须有经验丰富的向导，须携带一根牢固的绳索。然而，如果有人想破记录，他可能会违反这些规则：也许不结伴，不带向导，不带绳索，迅速地攀上爬下，所需的仅是轻便设备，但也许会遇上雪崩。

威尔逊的秘诀：他几乎不去考察公司或者先评估管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他所有的点子都来自于股票经纪人，他几乎不考虑现实情况而凭理念行事。购买某股时，他估计何种因素使它上涨，什么因素使得投资者对公司感兴趣，而不是担心业务细节问题。

分析工作留给别人做。他就像广告代理公司的老板，宣传新口号："昂科拉这产品有意思，很有意思。但在波卡特洛会有人买吗？为何不买呢？如果有人问到具体产品时，他也许会说：'质检人员告诉我……'"

威尔逊富有综合想象才能，不受分析因素的束缚，这样他较其他普通分析人员更容易预测市场前景。

他自称为"长期交易人士"，如果事态发展不出预料的话，他可能持股一年或更长时间，如果不顺的话，许多点子又不奏效的话，他转移到其他股票上。

消 息 来 源

威尔逊讨厌看长篇股评，仅仅是瞄两眼。实质上，他的整个信息系统就是三个资料柜。当他拥有一家公司股票时，他把有关公司信息全部存档。卖完股票后，就扔掉。另外，威尔逊从与别人的交谈中获得启发。

威尔逊的主要经纪人弗曼·塞茨·马杰（监管多头交易）以及纽伯格 & 伯曼（监管空头交易），威尔逊从这两处获得最有价值的信息，并把证券存放在他们处。另外，还有奥本海默公司的鲍勃·伯奇，他的意见尤其得到威尔逊的尊重。但他也从其他渠道进行交易。经纪人通常专门为小机构或高级私人投资家提供服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪人一般比较年轻，四十多岁，甚至更年轻，也许是由于华尔街从业人员年纪相差较大的缘故。

从 1934 年到大萧条时期以及二战时期，直至 50 年代，华尔街很少聘用新手，老一辈开始退出。经纪行中成功的销售人员经常成为独立资金经营人，他们没有必要再联系客户。确实，一些销售人员喜欢留在经纪行，原因是经纪人业务更适合他们，也更安全。佩印·韦伯公司的彼得·赖斯建议威尔逊对景观国际做空头业务，威尔逊巨额亏损时，彼得·赖斯痛悔之极。威尔逊说："没关系。许多人会建议在某种股票上做空头业务。反正我也会给套牢的。但是希望你原谅我支付不了佣金了。"

虽然威尔逊从不参加证券分析家召开的会议，但他每年参加西方电子生产商协会举办的大会。100 家成员公司在西海岸一家旅馆订房间，接待 250 名分析家。威尔逊两天内接待了十五家公司，每小时接待一家公司，他喜欢这套程序，因为他可以对投机商人有个大概印象。

下述就是威尔逊对精确数据不感兴趣的一例：我们俩谈起恩格尔哈德矿业公司，我们对此股都感兴趣。我们谈话时，他几次提起该股。有一次，他认为公司销售额约 10 亿美元，实际上，高达 80 亿美元。后来，我看到他拿着空头多头交易的名单，问公司总裁姓名，他仅知道一半。当然，威尔逊知道公司每换一位老总，就如意大利换首相。威尔逊紧紧抓住的是公司业务的性质和情况，以及公众尚未觉察到的公司主要情况的变化。比如说数点公司可能从一家 2 000 万美元的公司发展为一家 2 亿美元的公司。当人们最终了解这家公司，知其优势，想买这家公司的股票时，威尔逊会以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高价卖掉该公司股票。

新一轮股票

威尔逊的基本原则：购买一些做法标新立异的公司股票。

比如，他举目录商号为例：该行业近年来业务量很大。其中优质商品和现代商业公司革新了珠宝业，珠宝业占其利润的1/3，而一些地方的“莫姆 & 波普”珠宝店生意不旺。威尔逊讲只有目录商号珠宝生意做得好：涨价不多，比普通商号条件优惠，因而开辟了一个新市场。

其他新一轮公司包括联邦快递公司（革新了小件递送），恩格尔哈德矿业公司（大规模的初级产品交易商，在全球拥有独领风骚的情报网）。恩格尔哈德主营矿石，但飞利浦分公司在经营石油。发展中国家更愿意把石油卖给恩格尔哈德，而不是埃克森，原因是埃克森与殖民统治有牵连。威尔逊认为中国的开放也为该公司的发展提供了机遇。伊朗与其传统的贸易伙伴——以色列和南非——关系疏远了。以色列和南非的石油将由一些新线路提供，恩格尔哈德公司可满足此要求。

威尔逊遵循的另外一条原则：购买技术股，这些公司股票在5～7年内可上涨10倍。这样的公司有数据点公司、英特尔公司、数据总公司、王氏实验室、M/A通讯公司、管理援助公司、系统工程公司、坦迪公司、克雷研究公司以及AM国际公司。

炒作公众现时感兴趣之股票的危害：一些无耻的经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常常与管理阶层联手推出一些薄弱企业股票，这样内部人以高于价值的价格卖出股票。60 年代的热门股都是这种情况，后来全军覆没。这些投机商试图抢在大众之前，他们必须灵活机动，要不然也一起覆灭。60 年代晚期和 70 年代初期出现的新一族炒股家就是其中一例。

作为投机商，威尔逊购买某股票，该股票就是威尔逊等待时机成熟时，作为进攻者去袭击的股票。

不同寻常

如果你打赌谁会赢得竞选，你不必要将赌注下在最佳人选身上，而应将赌注押在你认为会赢的人身上。威尔逊利用其才干确定数个月或一年之后公众感兴趣的股票，当然并不一定是 3 年之后。T·罗·普赖斯公司股票每季度收益增长 20%，这也许反映其前景。威尔逊讲如果能走不同寻常的路，收益更佳。

担 心

威尔逊的方式与本书中所述绝大多数投资者的不同之处在于：比如，格雷厄姆先生总寻求风险小的股票；而威尔逊说他支持风险大的股票，因为只有手中持有的是这类股票，其价格才可能扶摇直上。

他说："要是用不着担心某股票会下跌，股票的资本收益前景就不会很大。如果我的有价证券仅有 70 种股票中的 10 种组成，我是极其担心的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这是我所听他谈到的最独特的观点，请读者仔细考虑这点。顺便提一下，最令威尔逊气恼的事是经纪人声明“某股无下跌风险”。

空 头

威尔逊愿意让经纪人公会选中某股并推动该股。他知道经纪人在瞄准下一个目标：下一个要刺中的气球，下一个郁金香花爱好者。他把经纪人比喻为“使郁金香更丰满”。当某股势头依然强劲之际，威尔逊就卖空，而不是等待该股下跌时，再卖空。

殖民商贸公司是他所做的一家空头交易公司。威尔逊称其为实力薄弱的一家长岛公司。从 1978 年初开始，他从每股 5 美元卖出，到 10 月份，该股已升至约 20 美元。华尔街公会认为威尔逊在景观国际上挺不住，因此决定推动殖民贸易公司股票。这样威尔逊为了减少损失，将不得不以高价进行空头交易。威尔逊如池中的大鱼，他的购买价格原本会使价位进一步上扬：他本会杀空头。但股票价格降至 12，威尔逊卖出更多的空头。

威尔逊曾经以 6 美元的价格卖空移民商业公司，该公司制造半导体，后来不得不在 22 美元的价位补进。他通常等待涨风之后再补进，这种受挫的情况靠他通常的方式解决不了。

威尔逊的主要空头交易以前包括：图表扫描公司、阿斯特伦公司、汤姆·布朗公司、坦帕克斯公司、英国石油公司。其他空头交易股票包括重化工产品，尤其是道氏公司、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

W. R. 格雷斯和罗姆 & 哈斯公司，还有航空产品公司、国民普雷斯托公司、设备数字数据公司、森特朗尼克斯公司、高档微波置件公司、国际系统和控制公司。

另外一项出名的空头交易是特克尼凯尔公司，他以低于10美元的价格卖空，股价超过20美元，继续卖空，直至跌至11美元补进。

威尔逊也曾卖空鲍马尔仪器股，有一年收益很高，后来该公司借款为扩建项目筹资以赶上以及国民半导体公司进入市场。威尔逊以 $2\frac{1}{2}$ 补进股票。同时，不巧的是整个市场下跌，而该股一度从20美元升至40美元。

特克尼凯尔走势不利时，至少威尔逊的多头交易可弥补空头交易的损失，在卖空鲍马尔之前，他与许多人谈过此事，他们几乎都判断失误。他们谁也未料到市场会发展到这么大，鲍马尔做得还和以前一样好。威尔逊说毕竟计算器是仅由几个半导体、一个金属盒和一些按钮组成的。

他认为国际集装箱租赁类公司价格过高，这样的公司有弗雷克西－范公司、因特韦公司、海上集装箱公司等等。运费和使用费迅猛上涨，威尔逊认为上涨速度是持续不了多久的。

威尔逊指出只有在美国市场，空头交易可持续数月。如果他生在英国，一辈子也不会发财。

填补空白

据威尔逊讲，作为投资者，最大限度省钱的惟一原则：不要估计竞争如何会很快削弱一家地位巩固的公司。用理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来解释竞争如何展开是不管用的，最好等待看实际情况如何。举坦帕克斯为例，人们 15 年前就担心竞争的影响了。然而，竞争尚未激烈之际，人们可以在该股上发笔财。同样的例子还有伊斯特曼·柯达公司。柯达公司进入快速成像摄影业，这使得宝丽来公司的追随者们惊慌不已。虽然柯达进入此行业竞争，宝丽来公司表现仍很出色。该产品的出现开辟了市场。另外一例是汉堡包：继麦当劳、汉堡包和其他品牌之后，谁会想到市场还会支持另一家竞争者？威尔逊问道：“美国人能塞进多少汉堡呢?”然而，温迪经营也很成功。

许多竞争并非毁于竞争，而是自身原因，他们自己放松要求了。外国进口车辆如何占到美国轿车产量的 20%？外国生产商眼光敏锐、效率高，而美国制造商办事马虎。州际百货商店实际上最早使用折扣方法，应该比科马特大，事实并非如此。新事物往往填补一项空白，而不是替代现存的实力强大的公司。

免费午餐

威尔逊在谈到多头空头交易时，言语不加隐瞒。如果做多头，希望股票上涨，声称该股不错；如果做空头，则希望股价下跌，解释说眼下反常的情况也许能使股价下跌。许多部门，包括证券交易委员会在内批评他的作风。人们认为威尔逊和其圈内人士经常向艾伦·埃布尔森透露消息，他在《巴伦斯》头版专栏很有影响力。埃布尔森喜欢攻击价格过高的股票，威尔逊和他搭档很默契。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《机构投资者》杂志1977年7月期上刊登的一篇文章曾这样讲：当有人问威尔逊是否利用埃布尔森时，他答道："我利用每个人。我一直努力使多头交易股价上涨，空头交易股价下跌，所以我一直利用人。只要不是内部消息，我毫不隐瞒地告诉艾伦我的想法。"

《华尔街文函》也就此事引用威尔逊的话，"我确实与埃布尔森讨论许多问题，并宣传我的观点的正确之处"。

埃布尔森对此评论道："传递消息给我的绝大多数人在某一方面有浓厚的兴趣。他们进行多头或空头交易。"《巴伦斯》编辑罗伯特·布莱贝格补充说："我们估计提供消息的人都是利益方，并不存在免费午餐。"

威尔逊本人已引起证券交易委员会的注意，他对这些先生们说："我不像华尔街其他人那样反对证券交易委员会，但他们企图控制言论自由，我是不会让他们得逞的。如果我有一千个想法，我会打电话给艾伦。如果我觉得合适的话，我会跟任何人谈我的想法——包括妓女。我已经向证券交易委员会讲清楚这一点了。"

而《机构投资者》引用埃布尔森的话说："卖空股票，然后告诉新闻界，是不是道德的？我认为不道德。但如若证券交易委员会反对这种做法，他们可采取措施。我是记者，而不是警察。"

前 景

1978年威尔逊踏上旅程时，每个人正对自己的国人不满，称他们为"兴起的二等国民"。他们认识到必须调动积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极性以刺激经济。比如，资本收益税降低了，这是个非凡的转折点。如果说在威尔逊5月份离开前预测这点的话，他也许说这不可能——就和景观国际上涨10倍一样不可能。

美国的这一重大转折必将带来大牛市。

20世纪40年代和50年代，市盈率呈最低水平（其时俄国人似乎要吞并整个世界），投资群认为会有另外一次战后大萧条。自从1953年初，显然不会再有大萧条，市盈率开始上升。市盈率如此低的原因是投资者觉得国家倾向社会主义了。这种倾向也许正改变发展方向。

威尔逊认为纽约的腐败意味着庞大的政府失去信誉；因此政府精简，总体事态就会好转。市场可从80年代萧条水平升至20倍的双重收益，或者在5～7年翻5倍。威尔逊认为牛市之际，他的财产值将达几十亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十 管理者的比较

投资技巧

从某种意义上讲，费希尔·普赖斯以及巴菲特都遵循了相同的投资原则：如同栽下树苗，然后看着它不断地长大一样，投资一只成功的成长型股票，然后分享其成长所创造的价值。只要价格适当，这种方法就不算太冒险，一只股票只要过去在成长，现在也正在成长，那么就有理由相信至少未来的一段时间内，它会继续保持成长的趋势。格雷厄姆、蒂施和巴菲特都偏爱挖掘价值被严重低估的股票。

巴菲特对商业经营很精通，思维方式也和生意人类似(格雷厄姆则不是如此)，他很强调商业经营特许权以及公司拥有富余资金的重要性，比如，一家规模中等、成长速度缓慢、运作良好并且拥有超过其所需资本的银行，就很适合巴菲特的选股标准（这是受格雷厄姆的影响)，但费希尔、普赖斯和坦普尔曼却未必对其感兴趣。巴菲特不喜欢购买高市盈率的股票，他认为股票的赢利和价格之比应接近于债券的收益率，当然，当他持有的股票市盈率过高时，他会很乐意地抛出。

费希尔居住在圣·弗朗西斯科，著名的“硅谷”就位于附近，那儿有许多半导体和其他的高科技公司。他也由此了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解了高科技产业的成长性，他认为这就是普赖斯所说的适合成长的肥沃土壤，而这些恰恰是坦普尔曼和巴菲特所不感兴趣的。费希尔喜欢坐在他的旧汽车里和各行各业的经理们谈管理，他发现，公司的发展很大程度上取决于管理水平的高低，在公司创业过程中则更是如此，良好的管理可以使公司长久地保持魅力。

和其他人相比，普赖斯的观点是最长期的，他是个未来主义者，他很注重能长期保持的高成长。如果有必要的话，他愿意为这些股票支付更高的价格。普赖斯曾经对我说过，往往是处于成长期中的公司因能够获得良好的管理而获得成功，而不是最好的管理能够推动停滞不前的公司进入高速成长阶段。一旦一家公司能够成功地在高成长的大河中航行，普赖斯就要搭乘数年，而不是像坦普尔曼那样频繁转换，坦普尔曼追求的是高速的成长，而巴菲特、费希尔以及普赖斯则更看重能够保持的成长，这两种理念都是有用的，如果你投资宝洁和 MMM 这样的年成长率 12%左右的公司，你可以获利颇丰，但你在投资施乐、宝丽来、雅芳、麦当劳时，如果能适时地离场，你可能会赚得更多。

坦普尔曼和格雷厄姆都是在投资便宜货，但格雷厄姆需要的是财务角度的便宜货，比如价格远远低于其净资产的股票，而坦普尔曼投资的是在未来几年内每股净资产能远远超过目前股价的股票，所以他看重的是股票的成长性和当前的价值。坦普尔曼不像费希尔那样熟悉高科技产业并且擅长管理，不像巴菲特那样关心净资产收益率和是否拥有专利权，对于已保持了很长时间高成长的公司，他比普赖斯表现得更谨慎。他的思维方式是一位股票市场的交易者，而巴菲特和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费希尔更像是位商人。和拉里·蒂施一样，他希望购买那种价格已便宜到不得不上涨的股票，以使他能够获利了结。他从不像普赖斯和巴菲特那样梦想从密西西比河上游顺流直下，因为他不喜欢获取全部收益的操作方式，他不愿在市况很萧条的情况下死守着原先的计划不变。拉里·蒂施也一样：没有睿智的洞察力，也没有非凡的想像力，只要有利可图，他就会去做。

对于保罗·卡伯特和拉里·蒂施，我想除了现实主义和果断行事之外，恐怕没有别的投资方法了。当公众都有自己的投资观点以及激动人心的理论时，你得卖出手中的股票；当公众陷入极度恐慌、幻想纷纷破灭的时候，你应把股票买回来。

卡伯特和蒂施追求的是好的商品，而巴菲特追求的是最好的公司，只有普赖斯能像卡伯特投资多姆石油公司所获得的成功。卡伯特目光长远，善于冒险。如果衡量一下所投资股票的质地，格雷厄姆恐怕处于最低层，巴菲特和卡伯特则处于最高层，而坦普尔曼和蒂施会买下任何价位适当的股票。

格雷厄姆的思维很数学化，用“银行家”来形容他要比“商人”更合适。他的方法的魅力在于银行家式的安全性，几乎没有人因使用他的方法而赔钱，如果你能用X射线一样的洞察力发现价格10美元的盒子里放着20美元的钱，你当然不可能会赔钱的。当然，你也用不着去预测未来。

有一段时间我曾经居住在意大利，在佛罗伦萨的北面有座山，名叫蒙特莫雷洛山。山顶的东面是一座被遗弃的修道院，如果不是因为人烟稀少，交通极不方便，并且水源供应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困难，一定会有很多人考虑买下它。当然，修道院的结构也适合家庭居住或做旅馆之用，如果重新装修花费则会相当惊人。

最后，终于出现了一位古玩商买主，他说修道院中的古董以及其他的物品可以使他收回成本，并且终究会有人因为某种原因而购买这座房子，确定会有人这样做的。在意大利，修道院在出售时都是大门紧闭，买主没有权力察看。这种宗教习俗阻止了买者对交易对象的考察行为，也限制了市场的发展，但给那些专门从事这种买卖活动的人士制造了极大的机会，他们可以用较低的价格买到合适的对象，而不用去考虑修道院长者卧室的朝向以及对旅游者来说地理位置的优劣，这种技能不是通过一次交易可以获得的，而要多次买卖的积累。

另有一段时间我曾经在澳大利亚西部的一家发展良好的集团公司做过会计工作，这家公司从事牧场经营、房地产以及冶金业等。在澳大利亚西部，降雨量少得可怜，因此，相比于平常一英亩四只羊的畜牧密度，在那儿则是四英亩一只羊，这样，牧场的面积常常大得惊人，100 万英亩也不算稀奇。在这种情况下，牧场主不可能把羊圈在牧场内，他没有那么多的围栏，相反，他把羊自由地散养在牧场内，然后把它们集中起来（如果他可以的话）以供剪毛，或者运往市场出售。买到这样的畜牧场，就意味着得到了猎羊的许可证，在牧场中，土地没有什么特殊的价值，房子以及其他的一些设施都比较简陋，因此，一些聪明的买者都是租上一架轻型飞机，从牧场上慢慢飞过，大体计算一下羊的数量，从而得出一个略低于实际价值的出价。如果卖主认同这个出价，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么买者至少不会亏钱，当然，他也不可能从这笔交易中获取暴利，因为澳大利亚西部毕竟不是美国的弗吉尼亚州，那儿缺乏魅力，那些浪漫的跑马迷们，不会不顾可能获取的收益以及可快速变现的资产价值而迷恋这种地方，他们是很精明的。

上述的两种购买方法显然属于格雷厄姆式的技巧，也代表了格雷厄姆投资理念的精髓：他总是着重于评估企业的现在，而不愿为其未来费神，他认为股票现在值多少钱要比将来能卖多少钱更重要，因此你应该选准股票坚决持有，要么等到其他人被其发展前景所吸引，要么等到清算人来临。

克罗尔和威尔森在交易中都运用了心理学的方法，但他们运用的途径各不相同，克罗尔喜欢紧紧盯住他的图表，像猎人猜测猎物会在何处出现一样寻觅投资机会，看准某个交易品种如快速列车疾驰般的运动趋势，并利用这个趋势赚上50万美元。他通过交易品种的市场表现来判断投资者的心理状态，换句话说，他是一个注重技术分析的投资者，内幕消息对他来说没有什么价值。威尔森恰恰相反，他关心他所做空或者做多的股票的内幕消息，当然，他更关注大众对突发性消息的反应是兴奋还是绝望，与事后他们回过头来再看这个消息的感受之间的差异。他就像一位试验者在观察一群老鼠惊恐地逃窜，他非常清楚他们下一步会做什么。他人性的一面使得他能够洞悉贫苦大众们的心理状态，而他狡猾的一面又使他毫不内疚迅速地吞下任何猎物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同的特征

本书中每位大师似乎都有着以下的共同特征：

1. 他是一位注重现实的人。
2. 他十分简明，可以说是天才。
3. 他对事业十分执著。
4. 他富有耐心并善于自律。
5. 他是一个孤独的人。

你要成为某一领域的大师就很足够了，而不必专心于研究太多的领域，除非你因为所擅长的领域被关闭。例如：你不必既精通成长型的投资方法，又精通价值型的投资方法。并且，我也不敢肯定我们的大师们是否会如此多才，他们中的大部分只精通整个投资领域中的某一部分，尽管他们有足够的能力去掌握其他领域的投资技巧。

投资需要面对现实，包括现在和未来。如果投资者有自我欺骗的倾向，那么他迟早都会遭受惨败，确实，通向失败的道路简直太多了。我想现实主义应该是一种与生俱来的品质，人的心理状态是平衡的，像时钟一样良好地工作，而经验和学识可以调节这个时钟，当然，调节只能在时钟本身没有毛病的条件下进行。

至于智慧和常识，坦普尔曼是位学者，巴菲特和格雷厄姆完全可以胜任天才的称号，费希尔则在 15 岁时就进了大学。

伟大的投资者以及任何其他伟大的人士都热爱自己的职业。你只要了解他们是如何争分夺秒地工作，留心他们谈到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的工作时眼睛如何迸发出光芒，就不难得出这个结论。他们通常都有一种压倒一切的竞争欲望，虽然他们常常隐藏这一点。他们起先一般都很贫困，因此，他们都有寻求经济安全感的强烈意识。当然，他们在无止境地对投资进行实践和思考，他们对投资有着非常精辟的见解。费希尔、克罗尔和威尔森对于工作可以说是偏执狂，当然，普赖斯也是如此。

在这个行业中，你不能浪费时间和精力去做诸如四处打探传闻之类的事情。你必须做到自律，并坚持你的基本的投资方法。另外，你还必须抛弃一切不切实际的目标，如试图通过短时间的交易暴富，试图发现一些不可能存在的技术分析方法，或者按照一些固定的公式来进行投资。你不应投资那些你根本不了解的股票，或者说，你不应从比你更了解某只股票的人手中购买股票，在这种竞争性的游戏中，你必须全力以赴，发挥你所有的才华，否则你很难成功。

投资大师们的最后一个共同点是他们都是独行者，我在前面曾经谈过这个问题，涉及如何发现并且和投资经理一起工作。投资大师之所以孤独恐怕有两个原因：首先，外界的人常常依据别人的反应来对自己进行定位，他们希望得到尊重，但自己往往不时地表现出敌意，尤其是对那些胜过自己的人，因此，几乎所有伟大的领导人、艺术家和思想家只能是更孤独的人；其次，买进大众所抛弃的，卖出大众所看好的，这是投资大师们进行投资的核心所在，因此，他们必须走在众人的反面，做一个独立的思想家，一个愤世疾俗的人，甚至做一个怪物，此外，在感情上他们还必须具有相当的恒心去以孤独为乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十一 结 论

投资的禁忌

1. 避免投资广受欢迎的股票。如果说这世界上还有什么东西被人们狂热地喜爱的话，股票一定是其中之一。但如果每个人都认为某只股票价格很便宜，那么你就可以断定这只股票价格其实已经被高估。虽然这并不意味着公司将走下坡路或者股票的价格再也不会上涨，只是需要时间来填补这段被高估的价格。在 60 年代末期，IBM 简直是一只被神化的股票，其价格为 300。IBM 公司一直在创造着奇迹，在随后的 10 年内利润上升了 7 倍，股利上升了 10 倍，但是这 10 年中 IBM 股票一直没有突破 300。我经常保留杂志上统计的热门股名单，并观察一年或两年后的表现，结果发现它们的市场表现要比平均水平差 30%。

这就是热门股所具有的“魅力”，热门股往往代表由于广受众人喜爱而定价偏高的优秀公司，你很难能通过这些股票赚钱。

如果一只股票在几天或者几周的时间内疯狂地上涨，那么这条原则也同样适用。你最好不要碰这种股票，让它休息一段时间吧！

正确的买入时机应是当你感到买入的举措很古怪、冒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险、不确定的时候，人们反应往往是疑惑地问："你买那种蹩脚货?"或者说："我根本看不出它在六个月以内会有什么动静。"而后来，等到每个人都对这只股票赞赏倍至时，则表明你应该卖出了。

2. 避免投资风靡一时的行业。历史上曾经风靡的行业多不胜数：50年代的原子能热，60年代的计算机热，1978－1979年赌博公司热等，但后来这些气泡都破灭了，追逐热门行业的股票通常是很危险的。

IBM和施乐印刷公司在各自的行业都是赢利能力最强的公司，要想投资计算机和复印机行业而不赔钱，你最好抛光手中持有的其他公司的股票。

就像我曾经说过的那样，当某公司更改自己的名称以表明介入一个新的行业时，你最好对这个行业投去怀疑的目光。

要想确证你投资的不是那种热门行业最简便的方法就是去查阅华尔街的出版物和经纪人的研究报告，如果这家公司最近几年很少被提及，你的投资通常是安全的。当我对某家公司感兴趣时，我都会和董事会的成员接触，向他们询问最近是否有一些有名的经纪人商行为公司写了吹捧的分析报告，如果回答是否定的，那么就表明投资机会确实就在眼前。

例如几年前，有一家名叫H&R布洛克的税收策划公司应该是极好的投资对象。这个公司具有惊人的成长率，业内没有强大的竞争对手，并且这个行业可以说是永远都会存在的。而该股票市值仅相当于其存放在银行的现金。我问不满意现状的公司老板理查德·布洛克，最近是否有过一些著名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经纪人公司来作过调研，他说只有一家曾经来过，但接触较浅。于是，我断定这只股票一定会涨，最后，事实证明了我的看法。

3. 避免作新的冒险。对于理性投资者来说，冒险是极不合适的。毕竟，大多数冒险的结果都是以失败而告终。沃伦·巴菲特的观点无疑是让人信服的：买入前景不明、管理松懈、将来可能会发生财务危机的公司股票进行赌博是毫无意义的。如果你耐心地等待下一个熊市的到来，你会发现你可以在每股净资产以下的价格买任何最好的股票。

4. 避免投资公认的成长型股票。如果一只成长型股票为大众所公认，那么相对于其价格而言，成长性可能就不怎么突出了。许多在多年前被公认为成长型股票的著名公司仍然紧紧抓着这个荣誉不放，其价格也如处于山巅一般。

5. 避免投资重工业蓝筹股。如果你投资一只业绩比较固定、价格颇高的重工业“蓝筹股”，你可能会很失望。购买这种声名显赫的股票，问题往往要多于机会。经过现实的折旧之后，这些公司的利润实际上比披露的要少，即使在计算期内有一笔利润，那恐怕也是通过增加负债来弥补现金赤字而致。

当你购买老牌的成长股和重工业蓝筹股时，关键就在于价格，你得问自己，相对于这个价格的回报率有多高？股利是否能保持稳定？10年之后这些股票是否还能当之无愧地享有成长股、“蓝筹股”的称号呢？

6. 避免投资骗人的玩意儿。这些骗人的投资对象一方面交易的成本很高，另一方面又缺乏内在的投资价值，根本就不能视为投资，它们只是赌具而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的含义是给满足工业的资本需求，而获取一定的回报，而那种赌具的经济功能则在于剥夺和诈取。

7. 债券并不能使资产保值。最后一种糟糕的交易就是购买债券，除非你将利息重新投资。这种保守的投资方式是很不合理的，曾经有人把债券比喻为“有保证的剥夺证明书”。债券的税后收益率一般都低于通货膨胀率。投资债券8～10年后实际价值可能就会变为现在的一半，而到16～20年后仅为1/4。

8. 忘掉技术分析。有一个股票市场投资的体系在本书中没有被描述，那就是所谓的技术分析，原因是我几乎没有发现什么使用技术分析而大获成功的投资者。我曾经在一本杂志中这样阐述我的观点：股票投资的基础在于价值分析，没有任何投机取巧的途径。而技术分析不顾股票的内在价值，试图通过图表中股票的走势来预测未来的价格变动。

事实上，你不能根据某只股票上个月或上一年的走势来预测下个月和下一年的走势。经纪人所说的那一套都是骗人的，就犹如书店的销售人员不看书的内容就预测下一年书的价格一样。经纪人应该并且能够做的是提供一只股票的基本信息，以供客户决定是否购买，这需经纪人去跑腿、去研究，与公司和其竞争对手接触，向行业内的专家咨询等等。

试想一下，这是多么的简单和无聊：当股票价格为50时，你预测该股在47的价位有强劲支撑，目前正在盘整，预计可以突破至54～56的区域，如果跌破47必须止损。我曾经跟每一个见过面的技术分析家都开过同一个玩笑：投资者如果相信技术分析，那他就要准备把一半的钱付给经纪人。那些所谓的技术分析家告诉投资者，如果按他说的去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做，就一定能赚钱，比如他说宝丽来是一只技术形态极好的股票，投资者确实可以在这个价位买进，等待股票的上涨和下跌，其实上涨和下跌的概率各半，为什么不让他们去试一试运气呢？但请别忘了经纪人佣金和资本利得税，长久来看，不管你每次赌博的输赢，你都得支付这些相当可观的费用，这样投资者恐怕就不难得出结论了。当然，我并不是说证券交易委员会应该禁止注册的投资咨询者利用技术分析的方法提供咨询服务。

需要另提一下的是，自从约翰·马吉去世后，最著名的技术分析泰斗就是詹姆斯·丹斯。1974 年 10 月，丹斯先生运气可能不佳，他预测股票市场将出现前所未有的大熊市，结果，市场在短短的一年内从 600 点上涨到 1 000 点，许多股票的价格翻了三番。一个月后，他又开始预言：金价将创历史新高。结果，金价挣扎了一番之后，在其后的一年内跌去近一半（尽管后来又慢慢地回升）。

致胜策略

哪些是管用的？

大家一开始必然会问，是为谁而工作的？正如我所试图指出的那样，几乎没有人像罗伯特·威尔森那样运用投资技巧为他自己工作，这恰恰是因为他在这方面比众多的投资者和失败者要做得好（克罗尔的技巧实际上即使对克罗尔本人来说也是不可能付诸实践的）。下一次在你听信让人心动的各种传闻而买进那些本身并不十分了解的“货真价实”的股票时，不要忘了有人正在卖出你在买进的股票——可能有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道你所知道的一切，也可能他们知道的比你还要多一些，而他们对当时的特定情况也是很精明，很了解和很感兴趣的。

如果投资者都坐在一个大厅里面，看到拉里·蒂施或者约翰·坦普尔曼正在大厅的另一边背对着他们在进行交易，那么不管是买入还是卖出，大家都会更谨慎一些。他们将怀着敬意来慎重处理这种情况，就像本地棋类俱乐部的一干人在与一名外来的老手玩车轮赛游戏时，大家被轻易地打败一样。

我将简要推荐一些认真和理性的投资者可以尝试的投资策略，当然也会有一些例外。

那么，我们从分析到的几位基金管理者那里得到的主要投资原则是什么呢？其中又有哪些是其他投资者可以仿效的呢？以下几点几乎是每个人都可以采用的：

1. 只买一只你对这家公司经营状况比较了解的股票。股票并不仅仅在于其本身，就像是一只鸟，你总是希望它能从 50 飞到 100。股票应当是被看作从事一项特别的生意，就像你部分拥有一幢房子一样。

假设你在原先对房屋购置没有任何了解的情况下，打算在只有一周的选择期限里买房子，最傻的办法是将时间都花在不停地打电话给经纪人，和担心经纪人的讲话上。明智的办法是去找一位评估人员来对房屋进行检查，估算一下必要的修理和改造费用，也许还需要对邻居家和别处的类似房产的价格进行一些比较。你可以去和邻居们聊一聊，了解一下分区情况和一些规划的变化，去参观学校，拜访市长、牧师和警长，逛一下银行。这些可能刚好花去你一周的时间，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后你作出的选择肯定会比坐在家里与经纪人纠缠的那些人要明智。

投资者在购买股票时必须详细了解一下公司的生意情况，包括公司的管理层是不是非常胜任，研究能力怎么样，目前机器运行情况如何，公司的现金量是多还是少，等等。不然，这种投资就是很荒谬的。然而事实上，对公司的这些情况进行了解的投资者往往是寥寥无几，这真是可笑。他们在买过股票后，不去关心公司公布的年报而只是看看股票的行情。他们甚至因为怕麻烦而不愿意去了解向他们销售股票的经纪人是真正了解公司的生意情况，还是只凭他们的感觉。

每一位优秀的投资者总是对他感兴趣的公司有着特殊的、很详细的了解，同时也比较清楚整个公司的价值，有了这些充分的依据，他就可以决定是购买公司股票的百分之一还是万分之一。

2. 在股票不被人们所看好，特别是在股票存在争议时买入它。避免购买竞争的一个办法是在一只有价值的股票被大家所抛弃时，你有超人的智慧和勇气去买入它。另一个办法是你知道这家公司极为出众，所以即使在价位不占任何便宜也可以将其买下。

3. 要有耐心，不要去受行情波动的干扰。可以预料的是，股市就像天气变化一样总是有涨有跌的，尤其不要只是因为股票从你买的价位往下跌，或者是后来重新升至你的买价时，你就将其抛掉。你付出的成本只是偶然的，对此股票并不了解，它不会有意要避开你；同时股票的行情也影响不了公司的前景，你所需要关注的是公司业绩，而不是股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格。

4. 投资，不要猜测。听信各种花言巧语、没有根据的猜测和传闻而摇摆不定，就要付出惨重的代价，这些代价包括转手成本（经纪人佣金以及出价与开价的差额，再加上高价买入和低价卖出）和也许比这还要高的机会成本。比如说，抓住一个生产一般性产品的重工业企业的股票从底部反弹的机会买入，尽管其缺乏内在成长性，但对于拉里·蒂施来说，这仍不失为一个好的选择。数年来，他买入和卖出了多家公司，但他并不想永久性地去持有任何一家公司。这对于那些广泛涉足各类产业并了解企业状况和价值的金融机构来说，也适于采用这种方法。但就个人投资者而言，也只能是心有余而力不足，即使他们看中被大家所普遍看好的出色公司的股票，但手中有限的资金限制了他们大笔买入。在这里，巴菲特是对的：只买那些即使股市关上 10 年你也乐于持有的股票。

这就像你的房子一样，如果你很合算地以 10 万美元买了一套房子，然后又花了 3.5 万美元增加了一间车库并作了全面的改进，此时你并不会急于了解能不能马上以 15 万美元的价格再将这套房子卖掉。你完全有理由相信，如果将来你想再把这套房子卖掉的话，只要你不是非常急于成交，生产价格总是会给你的这些额外投资以相应回报的，这才是你需要真正明白的。

5. 高收益往往是个陷阱。一个好的公司总是会有机会通过现金投资取得 15%、20% 甚至更高回报的。把你的钱留在公司以获得那样的高回报，要远强于那种从公司抽回分红然后再投资到债券或者从事另外一项投资的方式，后面一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种方式获得的回报要比前者低得多。

许多高收益的公司往往是个陷阱。公用事业类、国内油气类或者化工类企业长期负债的累积往往要快于其以税前分红方式付出的现金，这就好比是一辆破损的脚踏车，迟早会转不动的，而这种情况一旦发生，就将会给其股票以致命的打击。

6. 只买现在价位很低，或者几乎可以肯定会很快超出目前价位的那些股票。当然，有时你可能会同时碰到这两种情况。假定你以净资产值（几乎都是现金或者等价物）的2/3的价位买入一只不错的银行股，通过获取再投资的收益，公司的价值会不断地上升，假设说每年以15%的速度在增长，同时还会支付合理的红利，这样就会使你处于非常有利的状态。可以肯定的是，在公司净资产增加后（若以每年15%来计算，那么经过5年左右的时间就会翻倍），生产也会相应地以2/3或者更高的比例来对这只股票进行重新的评价。市场价格迟早会达到公司净资产的水平，或者甚至是净资产值的1.5倍。当然，每经过5年左右的时间红利也会翻倍，因此无论市场状况如何，你都不会有错，除非世界末日来临。这听起来很简单，当然如果你把自己的目标定得现实一些，同时去买一些你比较了解的股票，那么要做到这一点确实也不是很复杂和很难的。

7. 如果股票普遍不怎么便宜，那最好别去买。下一波熊市很少会超过2年或者3年的。

8. 关注一下基金管理者在做些什么。可以确信，基金相互间对对方的情况也非常关注。通过一些机构你就能得到那些表现突出的基金的计划说明书和季度报告。如果愿意，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也可以买一些它们的股票。《福布斯》通过出版年度刊物来对上一年基金的业绩进行分析，从中你可以了解到哪些基金表现是最好的，其他一些出版物也会在小一些的范围里做同样的工作，我自己在《福布斯》杂志的“灵光的基金”专栏也会定期关注一下那些令人感兴趣的基金管理者在买些什么，同时又在卖些什么。

9. 如果你发现去分析公司很困难的话，那就花钱请别人来从事投资管理。若你只有10万美元或者更少的钱来进行投资，那么要想实现低成本的投资组合，花钱请别人来管理是你惟一的选择。这时对你来说，一只好的基金（或者一位好的管理者）的管理费用大约是1%，或者是1 000美元一年（可减免课税项目）。一个明智和勤勉的投资者能够挑选出3～4只好的无负担基金或者限额基金，然后通过它们获得优质的管理服务。如果投资者善于分析公司，那他可以自己去干，而不要去花那1 000美元请别人做；若是他不擅长这种事情，那他还是委托别人去做为好。

那么，资金量达到什么样的水平才值得你自己去做呢？20万美元？50万美元？还是100万美元？没有明确的答案，其实这里主要还存在着一个个人性格的问题。一般来说，人们有时在进行重大选择时，往往主要是受感情需要的影响，而并不是像个经济人那样。在实际生活中，投资大户们很少会去买基金，他们中的大多数人都是去雇用职业的投资管理人员。也许越来越多的大户会选择买基金，而不是去请职业投资顾问，但他们需要投资顾问那样类似于医生或者牧师所能给予他们的心理安慰。另外，大多数投资者喜欢和那些他自认为值得信赖的人商量，而不管别人与自己当时所处环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有什么不同，或者观点是不是有道理，同时也不考虑一下是否还有别的一些意见，或者别的一些投资领域，包括房地产、保险等。在某种程度上讲，投资顾问应包括相当多的个人理财计划方面的内容。

投资顾问一般不会将管理的资金再托付给其他投资顾问的基金来管理，一方面是害怕给人留下自己赞同别的投资顾问的印象，另一方面是不愿意看到出现两种费用水平。举例说，如果作为一种得到坦普尔曼股票投资组合的途径，我为我的委托人买了坦普尔曼增长基金，那么委托人就会合理地向我提出为什么不去直接购买这些股票，以省下给坦普尔曼的费用。总体说来，委托人是对的。

有很多理由可以支持我的委托人去直接买一些坦普尔曼管理的基金，以省去给我的费用，并将其置于专业管理账户之外。研究一下基金管理者所说的，并从他们的投资行为中找出一些规律性的东西（可以称其为“反向推理工程”），这些将会给你带来意外的收获。

10. 选择一个适当的投资策略，然后坚持下去。如果你要在“即时低价”与“未来成长”两种投资理念中选择一项——假定你不能两者都选择——那么，你就必须从以下三个方面来比较一下你采用哪种方法：

1. 你的经验和技能（包括你能在这方面花费多少时间）。

2. 你对低收益和市场多变的承受能力，以及对投资所带来的两种不同结果的承受能力。

3. 你属于哪一类的纳税人。例如，由于是免税的，因此对非课税机构来说，购买市政债券的价格比购买公司债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格要高一些，同样，对一个纳税个人来说，购买优先股的意义也是不大的，它的收益要低于具有相似风险程度的公司债券，这是因为公司投资者中他们大多数都是免税的。

出于同样的原因，对于一个纳税等级很高的投资者来说，去找一只廉价的股票接着几年后就将其卖掉以赚取收益的做法也是没有什么意义的，因为即使他成功了，他还必须支付相当高的资本收益税，其实他还不如选择去买一只“普赖斯式”的能够长期持有的公司股票。另外，一旦有实力的投资者持有某家公司相当数量的股本以后，他就能够花时间来对公司进行全面的了解和清楚的认识，直到他对股票行情的涨跌变得十分地平心静气。一个投资数量很小的投资者是不可能自己或者请别人花上数百小时的时间去研究一个公司的状况的，特别是还存在着这种研究很可能得不出任何明确结论的风险。然而，他能通过一些资料（见附录Ⅵ、Ⅶ和Ⅷ）得到他所需要的一些信息，遵循格雷厄姆的投资方法进行多样化的投资，这样他也就不需要去研究细节性的问题，投资也不会发生亏损。因此，那些小的投资者和免税或机构投资者更适合采用格雷厄姆的投资的方法，而另外一些大的纳税投资者则更适于采用巴菲特－普赖斯的投资方法。

11. 要灵活机动。坦普尔曼、蒂施和威尔逊是正确的。老做法的基本原则用得过久，就需要让位于新的——没有一样新东西能够永远是新的。

从理论到实践

有这么多的理论，那现在问题就来了：你能在实践中运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用你所选择的这些策略吗？在这个问题上存在着理智和情感两个方面，它们是密切联系在一起的。你对自己的情况越了解，那你采取不理智行为的诱惑就越少。

1. 价值投资。根据我与那些认真的投资者打了多年交道的经历看，本书的作者如果效仿“格雷厄姆式”投资方法的话，无疑可以取得丰厚的回报，其前提是只要他能够认识到这一点，并且理解他在书中所读到的。如果他能学习一下格雷厄姆的《聪明的投资者》，甚至如果有能力再读一读《有价证券分析》一书的话，那他对格雷厄姆投资方法的理解就会更上一个新的台阶。据我猜测，如果投资者能够严格按照这种方法来运作的话，那从长期看他可以取得优于市场平均 20% 的回报——虽然不会是在股市牛气冲天的时期。他必须不受任何感情因素的影响：不能因为突发奇想去买某只股票，或者是因为有成见而不买某只股票（1977 年我买了希伦布兰德公司的股票，一家棺木制造商，由于我妻子的原因，我又把它卖掉了。结果到了 1978 年，在整个股票市场下跌的情况下，这只股票却涨了 50%）。当然，投资者必须通过各种手段来运用好这种方法。

格雷厄姆投资方法的魅力就在于它操作起来比较简单，任何人都能做到的。然而如果许多人曾经用过这种方法，会觉得它并不怎么灵验，这是因为很少有股票会跌到能满足格雷厄姆购买标准的那个价位，这种机会不多。不过这只是机会未到，当每四年一个轮回的谷底或者熊市出现时，将会到处充满着机会。格雷厄姆只是告诉我们怎么样才会是低位，他的结论是建立在以前的历史资料基础之上的。你可能很熟悉对美国贫困程度和冬天气候寒冷程度的判断标准都已经发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了变化，同样，市场涨跌的幅度标准也已经发生了变化。

格雷厄姆方法似乎对机构投资特别适合，比如银行管理的养老基金。这种方法非常“谨慎”和系统，实际上很符合银行的经营风格，即时即地来处理业务。资本收益税的征收方法对一个非课税投资主体是没有什么影响的，同时它也不需要将具体的股票交由委托人告诉的投资委员会来谋求合理化——只有这种方法能够做到。很显然，即使只有一家银行运用格雷厄姆方法来进行大的投资，那它所得到的回报也要高出以往所得到的。这样，改变这种标准的日期也就为期不远了；然而迄今为止，这还从来没有发生过。

进一步说，如果这种“流动资产净额”标准变得过于盛行而机会都丧失了的话，银行可以回过头去运用《有价证券分析》一书中所介绍的传统的比率分析方法，这种方法连计算机都能很容易地做到。在这方面，机构投资者可以充分利用自己相对于私人投资者的内在优势：较强的持续研究能力，以及在客观评价方面的训练和经验。金融机构如果抛弃这种方法的话，那它就放弃了自身的优势，就像长颈鹿不是到高的枝叶处而是到低矮的灌木丛中去觅食一样。

格雷厄姆一系列“价值”投资策略的最大优点是你的投资不会有多大的损失，股票迟早会从低于其内在价值的价位上回升到它们正常的价格水平上。

方法这么简单，因此即使在实践过程中会遇到一些障碍，但运用这种方法的投资者总是能够坚持住他自己计划的。在他习惯于这种系统的投资方法以后，他将会发现越来越多的是购买股票的好机会而不是恐慌性的坏消息。

2. 成长性投资。如果大多数纳税投资人自己真正有能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力去做或者通过雇用专业人士来为自己买卖股票的话，不管是直接的还是通过共同基金，那么我认为费希尔－普赖斯方法是最合适的，当然如果可能最好能再兼顾巴菲特的标准。

然而，这也会造成有人在大牛市终结的时候会出现亏损。几乎没有人——当然不包括大部分的基金管理人——能够下定决心在其整个职业生涯中顶住赶潮流的诱惑。

由于有巨额的已实现利润作基础，一位热心的投资管理者在牛市终结时可以将持有的股票放在口袋里捂上一年，而没有必要在股市暴跌时卖出去，因此往往也会因为捂得过久而丧失时机。即使是一位富有经验的老手也会因为投资顾问在牛市一年中“只”为自己挣了30％的收益而离开他们，加入到通过购买价值不确定的垃圾股而为别人挣了45％收益的那些人那里去。

因此按我看，那些投资者在听取外面投资顾问意见的同时，应该把自己建立在智慧与常识基础上的想法体现在操作当中。

同样地，即使是在股市暴跌时期投资者也可以通过购买稳定成长型的股票而受益匪浅；我认为，对于有实践经验的投资者来说，那实际上是最可行的投资策略。一旦他在熊市肆虐时期能够获得一个这么理想的股票投资组合，那么他就搭上了稳步上升的自动电梯，只要愿意他完全可以不去理会那乱了套的市场了。当然，他必须能够确信股票价值在实实在在形成和积累。他可以通过分析利润损益表、销售增长情况、股东净资产的赢利情况等等所有这些能很容易地在《价值线上》一书中找到的做法来确定。

在运用这一完美的现实方法的同时，投资者还须通过观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察类似的突发事件来判断这只股票是不是有足够的流动准备金，同时在机会出现后有没有足够的资金能够及时投入，有一个充裕的储备资金意味着投资者在困难时期也不必恐慌。事实上，如果在最困难的时期还有可支出的储备资金，那么他就有可能获得一些意想不到的收益，积聚一笔真正的财富。

“成长型”的投资方法很可能会把我们引入受感情左右来进行投资的歧途上去，如果你对一些具体细节不是十分清楚而去运用所有这些原则的话，对你就不会有什么好处，在股市下跌到谷底时，你很可能就会加入到恐慌性的抛售中去。

因此在采用成长型投资方法的时候，你就必须问一问自己，我是不是真的就这么了解这家公司，以至于在毫无收益和股价变化无常的情况下，你仍然能够忍受？如果你对公司不是十分了解的话，那你很容易在股票被炒得很热时——这时候意味着价格也很高——因为经不住诱惑而去买进它，然后在暴跌的时候又把它抛掉，这恰恰违背了股票的赢利原则。因此不妨去看一看诸如费希尔对好的投资管理的判定标准，或者普赖斯和巴菲特的主要投资原则。如果你和你的投资顾问对其中大多数问题的回答能够令人满意的话，那你就可以充满信心地在不好的年景中持有股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

Ⅰ. 巴菲特的债券投资

巴菲特合伙人公司
810 基威特 普拉扎
奥马哈，内布拉斯加 68131
电话：342－4110
沃伦·E·巴菲特，普通合伙人
威廉斯科特
约翰·M·哈丁

1970 年 2 月 25 日

致合伙人：

在这封信中，我们试图给大家提供一个关于免税债券的基本概念，着重强调了我们准备在下个月替大家购买的那些债券的类型和期限。我已尽可能地将这封信压缩得更简短一些。其中有一些可能显得冗长了点儿，也有一些可能显得过于简单了，在这里，对文中的不足表示歉意。我的一个感觉是我正在试图将一本 100 页书的内容压缩在 10 页纸上——以便使大家在读的时候觉得更有趣一些。

免税债券的原理

对于希望得到帮助的那些人，我们将安排其直接从遍布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国的市政债券销售商处购买债券，并保证销售商直接向其销售，交割单将保存起来作为纳税的基本文件。由于销售商会把你所购买的债券连同汇票一同交付给银行，由银行从你的账户上付款给他们，因而你无须付支票给债券销售商。若从二级市场购买债券（已经发行并已售出的债券），清算日期通常在交割日之后的一个星期，而对于新发行债券，清算日期可能要推迟到一个月以后。清算日期要清楚地标于交割书上，在清算日到来时，你在银行里必须准备好资金以支付债券款，否则如果你持有国库券的话，他们可能通知银行在几天内卖掉国库券，因此你必须保证资金上不出问题。即使销售商拖延支付债券给银行，只要清算日一到，利息就会自动算到你的头上。债券以可流通（所谓的无记名形式，这种形式使其很像通货）附息票形式支付，通常以 5 000 美元为单位，可转换成记名债券（这种转换视期限长短，有时要收取可观的费用，有时则免费），由于你是过户账册上登记的所有者，因此要是没有你的签字，记名债券就不能流通。债券的交易几乎全部以无记名形式为基础，记名债券如果不转换成无记名形式是不能出售的。因此，除非你想拥有大量的实物形态的债券，我建议你还是以不记名形式持有债券。这相当于你把债券保存在一个很安全的地方，每六个月去剪一次息票，这种息票剪下后能像支票一样存入你的银行账户。如果你有 25 万美元的债券，可能就意味着你拥有 50 张纸卡（5 000 美元为一单位），一年 6 次或 8 次往返银行之间去存储息票。

你也可以花很少的费用在银行开一个保管账户，银行将为你保管债券，代收并保存各种记录。例如，某银行为你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25 万美元的债券提供保管服务，每年收取 200 美元的服务费。要是你对这样的保管账户感兴趣，你可以就服务和费用问题向你所新任的商业银行官员咨询。否则的话，你最好还是拥有一个保险箱。

税　　收

当然，由免税债券息票得到的利息是免征联邦收入税的，也就是说，假设你的联邦收入税率在 30% 这一档次，购买利率为 6% 的免税债券和购买利率为 8.5% 的非免税债券，其收益是相同的。因此，对于我们大多数人来说，包括一些年轻人和一些退休人员，免税债券比非免税债券更具吸引力。对没有或者只有很少的工资或红利收入，但却拥有实物资本的人来说，非免税债券（纳税收入大约达到 25% 或 30% 的税率档次）加上免税债券的组合投资形式可能会带来更高的税后收入。

关于州政府所得税，情况要复杂得多。在内布拉斯加州，政府所得税是根据联邦所得税的百分比来计算的，因而免税债券的利息是不征收州政府所得税的。按我的理解，纽约和加利福尼亚州的法律都规定，本州内的免税债券不征收州政府所得锐，但从其他州购买的免税债券则要征收所得税。而且我认为，纽约市豁免了纽约州发行的免税债券的政府所得税，但对其他州或城市的债券却要征收所得税。因此，我听取了你们的地方税务顾问的意见，但仅简单地谈及上面总的看法，以使你对潜在的问题有所警觉。在内布拉斯加州，计算税后利润时无须再考虑地方税问题。在州之外则涉及到地方税，州或市政府所得税的实际成本随着你的联邦所得税的扣减而降低。当然，这会由于个人情况的差异而有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所不同。此外，有些州对无形资产征收多种税收，这些税种有可能适用于所有的免税债券，或者仅适用于别的州的免税债券。在内布拉斯加州没有这些税种，但我不清楚其他州的情况。

若债券以折价方式购得，以后卖出或到期兑付时，收益和成本因资本损益处理方式的不同而不同（这种状况很少有例外，但他们很少指出对我们推荐的证券是否会有影响）。使税后净收益减少的因素包括将来资本收益税的总税率和个人所处的特定的税收等级。稍后我们将讨论这种资本收益税在计算折价债券对附息票债券的相对吸引力时的影响。

最后，有一点特别重要，虽然法律不很明确，但如果你拥有普通的银行负债或其他债务，或者打算取得这些负债，你就不可能期望拥有免税债券。法律不允许减少贷款利息，而贷款人却继续购买或持有免税债券，这项法令的解释在年后将更加宽泛。举例来说，我的理解是如果你拥有房产抵押负债（除非负债是为了取得市政债券），即使你同时拥有免税债券，通过联邦税收的返还来降低抵押利率是没问题的。然而，我认为你要是有普通银行贷款，这时你如果试图降低贷款利率，同时又拥有免税债券，你就会遇到麻烦。因此，在购买免税债券时，我将先付清银行贷款。但是在这里我仅仅提及一下以便你注意这一潜在问题，问题的细节留给你和你的税务顾问考虑。

市场流动性

免税债券与普通股票或公司债务有实质性的不同：其发行量很大，但持有人的数量很少，这无疑抑制了这一封闭、活跃的债券市场的发展。纽约市或费城想筹集资金时，也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要出售几十种不同的证券，即每次发行的债券有多种不同期限。1980年到期的利率为6%的纽约市债券与1981年到期的6%的市政债券是不同的品种，两者不能互换，出售者必须寻找特定的买者才能卖出持有的债券。当考虑到纽约市每年可发行好几次债券时，就会很容易地看出为什么仅在纽约一个城市就可以有近1 000种公开发行并出售的债券。内布拉斯加的格兰德岛可有75种债券，每期的平均发行量可达10万美元，平均持有人达6～8人。这样，随时为所有各期债券建立报价市场是绝对不可能的，债券在买卖者报价之间的差额可能非常大。你不会在清晨出发去购买你选中的格兰德岛债券，它不可能在任何地方以任意价位出售。如果你真的发现某销售商把这种债券与任何其他相同性质的债券相比较，也并不奇怪。另一方面，像在俄亥俄州特恩派克，伊利诺斯州特恩派克等地方有一次发行数量可达2亿美元甚至更多的债券，持有相同债券的投资者成千上万。很显然，这种债券有很高的流动性。

以重要性为顺序来排列，可流通性通常是以下三条的一个功能表现：(1) 此次发行的规模；(2) 发行者的规模（俄亥俄州的一次10万美元的发行比俄亥俄州的波邓克同样规模的债券流动性要大得多）；(3) 发行者的素质。平均每周有超过两亿的新债券用来出售，每种债券的分配机制使其或者适合大规模销售，或者适合小规模销售。我的看法是，初次销售结束后，由于流动性的不同，通常会使债券在发行时产生不适当的收益差异。我们通常进入的债券市场，出价和要价之间的价格差额可达到15%，无须费尽心机地在这样怪异的市场上去购买债券（尽管提供这种债券的销售商的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润差额比流动性很强的债券还要大得多)，我们不会为投资者购买这种债券，我们希望购买的债券通常是有2%～5%的差价的（随着投资者在同一时点愿为购买这种债券付出的净额和卖出这种债券得到的净额的不同而波动)，如果你进行这些债券的交易，价格差额会逐渐消失，但我不认为对于长线投资者来说这是一个障碍。真正的要点是远离那些流动性很差的债券，这些债券通常是那些地方债券销售商靠大量的金钱刺激来进行推销的。

购买特定领域的债券

我们大概集中在如下领域购买债券：

（1）有巨额税收的公共行业如收费公路、电力设施、供水系统等，这些领域债券的高流动性需经定量分析进行确定，有时这些债券还具有有利的偿债基金或其他因素，但在市场上却往往低估了它的价值。

（2）当一个公共组织拥有租借给私人公司的财产的所有权时，工业开发局的债券价格将上涨。例如，俄亥俄州的洛兰拥有美国钢铁公司一个8 000万美元的项目所有权，开发局发行债券来支付项目资金，并把项目完全租赁给美国钢铁公司以偿还债券，债券背后并非是市政府或州政府的信用，而是承租的公司的费用。虽然由于税法的变化而使以这种发行的债券数目在减少（每个项目500万甚至更少)，但许多顶级公司的背后承担了数十亿美元的偿债义务。一段时期以来对这种债券有一种不正确的认识，使它们在出售时的收益远远高于那些固有信用支撑的同类债券，这种认识偏差已有减少趋势，从而使该类债券的溢价收益减少很多，但我仍然认为这是一个相当有吸引力的领域，我们保险公司拥有大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这种债券。

(3) 公共住房部门为投资者提供了一种等级很高的免税债券，实际上，这些债券有美国政府担保，所以信用都达到AAA级标准。在那些由于地方税收使得必须溢价购买本州发行的债券的地方，我无法从前两项中满足你们的要求，我倾向于让你们购买公共住房部门发行的债券，而不去选择我不理解其信用关系的那些债券，如果你要求我直接购买你的家乡所在州的债券，你最好是大批量地购买住房部门的债券。由于它们都是最高信用级别的，无须在它们当中进行多样化组合。

(4) 直接或间接性质的州政府债券。

你们可能注意到我不买大城市发行的债券，我不知道如何分析纽约、芝加哥、费城等地发行的债券（一个朋友有一天提到当马菲亚想以一个很诱人的利率销售一种债券时，黑手党感到非常不安，因为纽瓦克给债券起了一个很坏的名字）。你们对纽约市债券的分析将与我一样地好。我对债券的研究与我对股票的研究一样：如果我不理解某件事情，我倾向于干脆忘掉它，放弃我不懂的一个机会，即使有人有足够的觉察力分析它，并能从中收到很好的回报，也不会影响我这么做。我们打算为大多数投资者购买大约5～10次债券，我们不打算买25 000美元以下的债券，而尽可能买比较合适的大批量的债券。小批量的债券在转售时通常不太有利，有时这一因素甚至至关重要。当你从销售商那里购买10 000美元的债券时，他通常不会向你说明这些，但当你想向他出售10 000美元的债券时，他就会向你解释。从二级市场购买小批量的债券可能是个例外——但只有在对方由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于提供小规模的债券而使我们在价格上得到优惠时才这样。

可赎回债券

我们不规模那些带有可赎回条款的债券，看到有人购买期限为 40 年，但发行者却有权力以一个微小的溢价在 5 年或 10 年后回购的债券，我感到很可笑。赎回条款意味着如果多发行者有利（对你不利）时，你可以持有债券 40 年，但如果初期条款变得对你有利（对发行者不行），你只能持有 5 年时间。这种条款真是令人无法容忍，它的存在一方面是由于投资者没有弄明白条款中所隐含的东西，另一方面是因为债券销售商不打算为顾客着想。有意思的是这种带有可赎回条款的债券竟然与无此条款的债券以同样的利率出售。

必须指出的是，大多数内布拉斯加州债券带有极高的不公平回购条款，尽管带有很严重的不利条款，但其利率并不比其他债券高。避免这一问题的一种做法是购买完全不可赎回的债券，另一种方法是折价购买可赎回债券，以使赎回价格远高于你的成本，而使得回购条款对于你变得无关紧要。如果你以 60 美元购买债券，而赎回时要 103 美元，则回购条款（一种你不曾拥有过的权利）变得并不很重要。但投资者如果购买一种洛杉矶水利电力部门的 100 美元债券，这种债券在 1999 年到期时偿还 100 美元，或者可用 104 美元在 1974 年赎回，采用任何方式取决于哪种对发行有利而对你不利，而同时市场上可以购买到相当收益、相同信用的不可赎回债券，那么购买这种可赎回债券是非常愚蠢的做法。然而，就是这种债券 1969 年 10 月份还在发行，并且相同的债券每天还将继续发行。我这里仅仅大概地描述了这一问题，许多投资者并没有意识到这种仍在不断发行的债券中的掷骰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子游戏对自己的不利之处，而销售商又不向他们说明。

债券的到期和计算

许多人在购买债券时，是根据他们打算持有这种债券的时间和他们的生活安排来选择债券的期限的，当然这是一种不错的办法，但并不必要这么做，债券期限的选择应该主要依据以下几点：(1) 收益率曲线的形状；(2) 你对将来收益水平的期望值；(3) 你能承受的行情波动程度或希望从中获得的可能收益。当然，第(2)条是最重要的一条，但要解释清楚都很困难。

我们先讨论一下收益率曲线。当其他方面的条件相同时，期限的不同将导致债券利率的不同。例如，一种最高等级的债券，如果其期限是6个月或9个月，它的利率可能是4.75%，两年期的利率为5%，5年期的为5.25%，10年期的为5.50%，20年期的为6.25%。当长期利率高于短期利率时，利率曲线称为正斜率曲线。在美国政府债券市场，近来的利率变成了负斜率曲线，也就是说，长期政府债券的收益率比短期的低。有时，利率曲线是水平的，有时某一期限之内是正斜率，例如10年期，然后又变成水平方向的，你需要明白的是这种曲线实质是变化不定的。在目前，收益率曲线的斜率比原来变得更陡峭了，这并不意味着长期债券更值钱，它只意味着与分段持有相比，要延长期限只有付更多的利率。如果收益率连续几年保持不变，投资者将更愿意持有长期债券而非短期债券。不管投资者打算持有多长时间，决定债券期限选择的第二个因素是未来的期望收益率。谁若在这方面做过多预测，很快便会发现是很愚蠢的，一年前我认为现在的利率很吸引人，但这几乎立即被证明是错误的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我认为目前的利率没有吸引力，这或许又是很愚蠢的想法。然而，你必须作出抉择，如果你现在购买短期债券，很可能就是一次错误决定，几年后的再投资利率可能非常低。

最后一个困扰投资者的因素是行情波动。这包含了债券的定量计算问题，这一问题对你来说理解上可能有点困难。然而，重要的是需要掌握一个基本原则。我们假定一种水平利率曲线的不可赎回债券，再假定目前的利率是5%，投资者买了两种债券，一种两年到期，另一种20年到期，现在假定一年后新债券的利率降到了3%，此时你想出售债券。不考虑市场差价和佣金等，以1 019.60美元卖出两年期的1 000美元债券（现在已过去一年），1 288.10美元的价格卖出两年期的债券（原来期限为20年），以这些价格计算，在推销溢价后购买者正好取得了3%的收益，是花1 288.10美元购买19年期的5%的债券还是花1 000美元购买新发行的3%的债券（我们已经假定一年后的利率为3%），对你来说是无关紧要的。另一方面，假定一年后利率上升为7%，我们还是忽略佣金、折扣中的资本利得税等，现在购买者只需花981美元买还剩一年到期的债券，791美元购买还剩19年到期的债券，既然他能够买到7%利率的新债券，他当然只愿意折扣购买你的债券，以使从5%债券折价中所得经济收益与1 000美元7%新债券的收益相等。

原理很简单，利率的波动范围越大、期限越长，在到期前的一段时间内，债券价格的波动幅度越大。需要指出的是，在第一个利率降为3%的例子中，如果长期债券5年后可赎回，则其赎回价格只有1 070美元。虽然利率上升为7%时其赎回价格也下降相同的幅度，这仅仅说明了回购条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款所包含的固有的不公平性。

在过去的20年里，免税债券的利率几乎在不断地提高，长期债券的购买者不断遭受损失，这并不是说现在购买长期债券就是坏事，它只意味着在相当长的时期内上一节的例子仅在一个方面成为现实。人们更多地意识到由于利率上升而使债券价格下跌的风险，并没有体会到利率下降而使价格上升。如果将来利率水平升降的概率各为50%，收益率曲线为正斜率的话，则购买不可赎回的长期债券比短期债券的机会要好得多，这反映了我现在的观点。因此，我主张购买10～25年期限的债券。如果你决定购买一种20年期的债券并一直持有，你将享有固定的利率，但如果你提早出售，你的收益率将按上面的方法计算，有可能更好，也有可能变坏。

债券的价格也随着几年后债券质量的变化而变化，但免税债券中，相对于利率结构的变化产生的影响来说，这一因素显得越来直微不足道。

折价发行附息票债券

你可能已注意到在上面的讨论中，如果想要购买一种回报率为7%的19年期的债券，你有机会在两种债券之间选择：一种是购买新发行的19年期的7%附息票债券，另一种是花791.60美元购买5%的19年期债券，到期支付1 000美元本金给你。两种债券按半年复利计算收益都是7%。数学计算上，这两种是一样的，然而免税债券的情况比较复杂，实际上70美元的息票是完全免税的，而以折价方式购买的债券每年给你50美元的免税收入，10年到期时你得到208.40美元的资本收益，在目前的税法下，如果从折扣中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得的利润是在19年后你惟一的可能收入，在那个时候资本利得达到很大数目，使税收超过70美元（税法规定资本利得税率为35%，在1972年及以后，对那些巨额的资本变现，税率甚至更高），你将因此失去一些收益。除此以外，你还要支付一些州所得税。

显然，在此种情况下，你不会用791.60美元购买5%的附息债券，你不会认为它与价格为1 000美元的7%债券是一样的，任何人都不会这么做。因此，具有相同期限的同质债券，当它们的息票利率低，在折价销售时，必须使其总收益比现期高利率息票的债券高。

有意思的是，对于大多数纳税人来说，这种高的总收益是足够补偿付出的税收的。这缘于以下几个原因：首先，无人能知道债券到期时的税法情况，假定税率比现在更高是自然的和可能的；其次，即使19年期5%的债券以791.60美元出售与7%的以面值出售的19年期债券相同，人们也宁愿眼下得到更多的现值回报，5%债券的所有者，在到期时获得208.40美元的额外收益，仅相当于6.3%的现值收益；最后影响折价债券的价格的最重要因素（这一因素还将持续影响其价格）是1969年的税收变革法案改变了银行的税收处理后，银行不再以折价债券购买者身份出现在市场上。银行是最大的免税债券的买者和所有者，任何把它们排除在某一市场之外的做法都将极大地影响这一市场的供求状况。这可能给免税折价债券市场上的个人投资者提供了优势，特别是那些在兑付或出售债券时其收入水平不会进入高税收档次的人们。

如果我能获得比较高的税后收益（对未来的税率要有比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较敏感的预测)，我打算为你们购买折价发行的债券。由于上面提到的所发行的债券的多样性，你可能认为决定购买哪种债券并不重要。有时候免税债券市场更像房地产而不是股票市场，有成千上万条可变因素，有的没有卖者，有的有比较勉强的卖者，有的是愿望很强的卖者，最好的购买是建立在所提供债券质量和是否适合你的需要、卖者的意愿等基础上。比照的标准通常是平均每周必须售出几亿美元新债券的地方。然而，特定的二级市场机会（已售完债券）可能比新债券更有吸引力。当我们准备喊价时，我们仅仅能够指出其吸引力是如何之大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅱ.伯克希尔·哈萨韦公司 1978 年年报摘要

收益来源

为了让你更好地了解伯克希尔的收益是如何得到的，我们列出了一张需要稍作解释的图表。伯克希尔控股的蓝筹股接近 58%，同时全资控股另外几家公司，80% 的韦斯科金融公司。这样，伯克希尔拥有韦斯科的股份权益大约为 46%。总计起来，我们控制的业务大约拥有 7 000 名的专职雇员和超过 5 亿美元的总收入。

这张图表是以税前为基准来反映每一个主要业务类型的总体收入情况的（由于有相当数量的利息和红利收入是免税的，因为有些业务的税率是相当低的），属于伯克希尔的那些收入有以税前为基准的，也有的是以税后为基准的。所有业务的重大资本损益没有在业务收益表上表示出来，但在图表最后“实际证券收益”一栏中得到集中反映。由于不同的会计方法和复杂的税收问题，因此图表中的数据并不能被奉为《圣经》，只不过这些可以被视为是我们关联企业 1977 年和 1978 年业务收益情况的大致反映。

蓝筹股和韦斯科是两家需要独立报告的公众公司，在这份报告中我们转述了这两家公司主要高层管理人员的业绩报告，以描述他们的经营状况。同样由于复杂的会计方法和税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收问题，他们所利用的一些数据可能会有不一致。但他们的陈述将有助于你更好地理解这些重要的部分控股业务的经济特征。

纺 织 品

1978年的收益为130万美元，虽说比1977年有了较大的提高，但与这项业务有着1 700万美元的资本额相比，这样的回报仍然是比较低的。尽管纺织设备已经比较陈旧了，但其中的大部分与目前工业中所使用的新设备在功能方面还是比较接近的。但是由于存在固定资产的“交易成本”，因此资本周转率相对较低，从而使得与销售相比，在应收款项和存货方面会对投资水平有更高的要求。低的资本周转率，再加上销售的边际利润比较低，就必然会导致资本收益不高。显然，提高边际利润的方法包括提高产品差别化程度，通过使用高效率的机器设备或者充分利用人才来降低生产成本，改善公司结构以更好地顺应生产趋势等等。为了实现这样的目标，我们的管理会更努力。当然问题是，我们的竞争对手也会努力地去做同样的事情。

按照教科书的说法，纺织品工业是资本密集型产业中生产的产品差别化程度比较小的一个行业，除了供应紧张或者真正短缺外，这个行业的收益一般总是比较低的。要是生产能力过剩问题长期存在，则价格趋向于反映直接生产成本而不是所用资本情况。在纺织业中，这样的供给过剩状态看起来似乎是普遍存在的，我们的期望是利用适当的资本数量来获取利润。

我们希望我们不要过多地陷入具有这样一些棘手的经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特性的行业，但是，正如我们以前作过的说明一样：（1）我们的纺织企业是它们所在社区主要的劳动力雇佣单位；（2）管理层在困难的汇报和解决方面一向显得非常地诚实和坦率；（3）对于我们所共同面临的困难，工人们能够非常合作和表示理解；（4）相对于投资，这项业务将可以使我们保持适当的现金收益。如果这些条件继续存在——我们也希望是这样——那么，尽管会有较多的资本转投方向，但我们将打算继续支持纺织品业务。

保险承保业务

伯克希尔在 1978 年取得如此骄人业绩的最大贡献者是由菲尔·利尔奇经营的国民保障公司的保险承保部门。它拥有 9 000 万美元的实收保费和大约 1 100 万美元承保利润，这一业绩即使是在优秀的行业背景条件下也是很突出的。在菲尔的领导下，加上罗兰·米勒在承保方面和比尔·莱昂斯在理赔方面的得力协助，国民保障公司（包括国民火灾与海上保险公司，一家经营性合作伙伴）目前的保险承保业务是多年来最好的时期，总体来看，它的业绩使其他保险企业相形见绌。目前的成功不光反映了现任经理人员的卓越才能，同样也反映出杰克·林沃尔特是一位经营天才。这位国民保障公司创立者的经营思想至今仍在深深影响着全公司。

乔治·杨的再保险部门连续创造出相对于保费数量要大得多的金额用于投资，这使我们有理由对这样的结果感到满意。但是，承保业绩仍然没有达到它们应达到并且也能达到的水平。根据再保险业务来判断承保业绩是很容易迷惑你自己的（部分原因是由于灾害保险的决算和赔付有一个较长的时滞），我们相信我们的同行们也同样面临这样的一个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不幸的是，对公司承保收入情况的自我欺骗行为往往会导致不适当的费率水平。如果市场上大多数的参与者不知道他们的真实成本，那么“一窝蜂”的恶性竞争会给整个行业带来毁灭性的打击——即使有些参与者知道他们的真实成本。如果需要，在乔治的领导下，这项业务一定能保持良好的长期偿付能力。

尽管有些部门是令人失望的，但总体上我们的保险业务是个丰收年，当然我们也希望在这个保险业飞速发展的时代我们的保险业务能像 1978 年这样继续保持发展。毫无疑问，1979 年保险业的总体费率水平至少要有好几个点的提高，不然难以使整个保险业摆脱承保业务亏损的局面。举例说，在汽车险方面——无论是对整个保险业还是对我们来说，这都是一个最为重要的领域——CPI 指数显示 1979 年 1 月份的车辆险费率只比一年前高出 3%，但车辆维修和医疗费用等保险赔偿成本却上升了 9%，这与 1976 年的情况形成了鲜明的对比，在 1976 年年底，保险费率水平比 12 个月前上升了 22%，而成本却只上升了 8%。

只有费率水平与成本保持同步的增长，保险业务的边际收益才能保持稳定。不过在 1979 年很难做到这一点，而 1980 年则可能会更糟。我们目前的考虑是在 1979 年相对于整个保险业我们的承保业绩能更上一层楼，当然其他的保险人也可能抱有同样的目标和信心——肯定将会有人失望的。即使相对于其他保险人我们的业绩会有所提高，但与去年的情况相比，在 1979 年我们面临的将是较高的总体费率水平和较低的承保利润。

我们将继续致力于扩展我们的保险业务，但大家也不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盲目乐观。我们的一些扩张努力——主要是由你们的主席发起的——已被证明没有什么起色，另外一些则被证明是相当失败的。我们是在 1967 年通过购买现在由菲尔·利尔奇负责管理的那个部门而进入保险业的，目前它仍然存在，而且在一定程度上讲，它还是我们保险业务方面最突出的一块。要买一块好的保险业务是不容易的，而根据我们的经验，买一块又要比自己去创立一块容易一些。当然，我们会继续尝试这两种不同的方法，因为这个领域的成功回报是令人惊喜的。

保险投资

对于我们的保险股票投资，我们总是相当乐观的。当然，我们对于股票的热情并不是无条件的，在有些情况下，保险人的普通股票投资收效甚微。

只有当我们发现能做到以下几点时，我们才会乐意将保险公司净资产中相当大的部分投资于股票：(1) 必须是我们了解的业务；(2) 有着良好的发展前景；(3) 公司由诚实可靠和富有能力的人来经营和管理；(4) 价格非常具有吸引力。我们通常能发现潜在投资中有一小部分能符合前 3 条要求，但第 4 条要求阻止了我们去购买。举个例子来说，在 1971 年，我们伯克希尔投资于普通股票的成本为 1 070 万美元，而市场则达到了 1 170 万美元。当时有不少公司的股票是非常值得去投资的，但在价格上有吸引力的则很少[①]。

---

① 在 1971 年，基金管理者投资于股票的额度创记录地达到了基金净资产的 122%——他们在高价位上买得太多了。而到 1974 年，在最低市场价格出现以后，他们却将股票投资的这一比例调低到了 21% 的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我们来说，过去的几年是很不寻常的。在 1975 年底，我们的保险企业持有的股票市值为 3 930 万美元，正好相当于成本。到 1978 年底，这种状态得到了改善，其持有股票（包括优先股）的成本为 12 910 万美元，市价则达到了 21 650万美元。在这三年期间，我们每年从普通股票上实现的收益大约为 2 470 万美元，所以，这三年来我们在股票投资方面获得的已实现和尚未实现的收益总计约达到了 11 200 万美元。同期道·琼斯工业指数从 850 点跌到了 805 点，而对于价值投资者来说，这是一个充满机遇的好时期。

我们还发现，我们保险业务中真正突出的那一块业务是有效地通过证券市场上的价格拍卖机制而实现的，通过这种拍卖方式购买的证券价格要远低于有计划的谈判方式达成的价格。

对于以底价获得公司一小部分股票的方式，投资者往往显得热情不高。而与此形成鲜明对比的是，投资者对获取整个公司的热情却是很高。我们深深感到，这些投资者通过谈判来购买和接管整个公司的做法显然是错误的，而我们将继续采取在证券市场上购买公司一小部分股票的做法，这将有助于我们通过这种廉价购买方式来获取可观的收益①。

我们并不关心市场能否尽快对目前廉价的股票重新进行估价，事实上，我们甚至更希望看到相反的情况，在大部分的年份，我们期望我们这个基金能有效地成为一个证券的净

---

① 照理说，基金管理者应该是注重长期投资的一个群体，但在 1978 年，这些管理者投入到股票上的总资金只占到基金净资产的 9%——打破了在 1970 年创下并延续到 1974 年的最低记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买者。一次次极具吸引力的买入最终将会给我们带来回报，如果因为股票价格在短期内涨价而选择卖出的话，那我们将难有再买入的机会。

我们的策略是专注于已持有的股票。我们总是试图避免只是因为对某公司的业务或者其价格有兴趣就这种或那种股票到处买一点。当我们确信某只股票很有吸引力时，我们就会买入合适的数量。

1978年底，我们保险公司所持有的股票市价超过了800万美元★疑为2.2亿美元★，具体见下表：

持股数	公司	成本（1 000美元）	市场价（1 000美元）
246 450	美国广播公司	6 082	8 626
1 294 308	政府雇员保险公司普通股票	4 116	9 060
1 986 953	政府雇员保险公司	19 417	28 314
592 250		4 531	19 039
1 066 934		18 085	18 671
453 800		7 534	10 267
953 750	SAFECO公司	23 867	24 467
934 300	华盛顿邮递公司	10 628	43 445
	合计	94 260	163 889
	其他	39 506	57 040
	股票总计	133 766	220 929

有些情况下，我们在间接地拥有控股权方面取得了实质性的进展。例如，你可能已经注意到了我们持有SAFECO公司的股份数量达到了953 750股。SAFECO公司是美国大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的财产和灾害保险公司中运作得最好的一家，他们的承保能力相当好，赔付准备金也比较充裕，同时他们的投资策略相当成功。

SAFECO的业务经营比我们自己的公司要好得多（虽然我们相信我们这些公司中的某一些要比平均水平好许多），这比我们自己去创立一家要合算，而同样的，也比那种采用谈判方式去获取控股权的做法要好得多。事实上，我们持有的SAFECO公司股票大部分是在其账面价值以下买入的。我们花费了每股不到100科郎的代价获取了一家最好的保险公司，而如果采取谈判交易方式的话，那么即使花上100科郎以上的代价，得到的也只会是一个平庸的公司。用这种每股不到100科郎的方式去创立一块新的业务，风险是很大的，而且几乎也是不可能成功的。

当然，由于我们持有的股份是有限的，我们没有权利去直接决定甚至没有权利去影响SAFECO公司的经营策略。但为什么我们也是希望这样的呢？这是因为经营状况表明由他们经营要比我们自己去做好得多。尽管坐在一边看别人干，没有自己去干那么激动人心和声名显赫，但我们觉得如果公司已经经营得相当好，硬要参与进去是徒劳无益的。因为很明显的是，即使你能做得与SAEFCO公司一样棒，而最好的策略仍然是你坐到一边让现有的管理层继续运作下去。

1978年的收益要归因于伯克希尔公司持有的SAFECO股份，在年底这一数量达到了610万美元，但只有得到的分红（约占收益的18%）将反映在我们的经营收益中。尽管我们没有正式报告，但我们相信，公司确确实实地会给我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来同样数量的最终收益，事实上，SAFECO的未分配赢利（或者其余那些有机会有效利用追加资本、同时运行良好的公司）将最终会给股东们带来高出100科郎的价值。

如果我们的独资公司能充分有效地利用内部资金，那么即使他们保留所有的赢利我们也不会感到不快。由于公司保留盈余而使我们从中得到的股息很少，我们对此的态度是不尽相同的，不过情况表明追加资本投资到什么地方才能在未来获得更好的收益呢？（当然，这一命题排除了一些其他方面，有些产业对资本数量的要求比较低，或者企业的管理层有将资本投资到低利润项目的记录；在这种情况下，公司赢利就应当被花费掉或者用来再购入一些股份——通常这种做法是利用资本的一种最具吸引力的选择。）

通过这种将股息放在好公司作为保留盈余的做法，合计起来已经很多了。这不进入我们的经营收入报告中但我们感觉到这将会相应地给我们的股东带来可观的长期收益。我们的希望是证券市场目前的状况能够继续维持下去，我们会利用相对低廉的费用来购入大量证券，以提高我们保险公司的潜在获利能力。当然，有时市场条件将无疑会使这种交易机会大为减少，但同时，我们会努力抓住好的机会。

银　　行

在吉威特·阿贝格和皮特·杰弗里的领导下，伊利诺斯国民银行和罗克福特信托公司继续创造出了新的记录，去年的赢利达到了平均资产的2.1%左右，约为大多数银行平均水平的三倍。照我们看，这一非凡业绩的取得归功于他们能够比其他大银行更有效地控制资产风险。

我们是在1969年的3月购入伊利诺斯国民银行的，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时它的经营状况是一流的，而且从吉威特·阿贝格 1931 年开办这家银行时起就一直是这样。1968 年以来，这家银行的定期存款余额已经翻了三倍，信托部门的收入翻了两倍多，而成本则被严格地控制住了。

实践表明，一个成本已经很高的经营者仍可以想出很多办法来增加其日常开支。而一个严格管理的经营者却可以不断地找到新的方法来进一步削减开支，尽管此时他的成本已经低于其他的竞争者。到目前为止，还没有人能够在后一项能力方面超过吉威特·阿贝格。

如果我们要在 1980 年底放弃银行业的话，最可能的方法是在 1980 年的下半年收回我们在银行的全部股本而使之脱离。

能与一群每天早上热心地来工作的经理人员一起工作真是一件十分开心的事。在这里，他们自觉地、毫无保留地把公司视为自己的一样。我们总是最棒的。

主席：沃伦·E·巴菲特
1978 年 3 月 26 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅲ．红杉基金普通股投资组合

COMMON STOCKS Shares		Cost	Value
	ADVERTISING (10.67%)		
168,600	The Interpublic Group of Companies, Inc.	$ 2,442,914	$ 6,406,800
69,000	Ogilvy & Mather International, Inc.	807,000	1,336,875
		3,249,914	7,743,675
	BANKS (6.49%)		
120,000	DETROITBANK Corporation	3,205,238	3,045,000
20,000	National Detroit Corporation	457,873	617,500
24,500	Pittsburgh National Corporation	910,913	1,044,312
		4,574,024	4,706,812
	CONSUMER PRODUCTS MANUFACTURING (6.64%)		
120,000	McDonough Co.	2,659,676	3,615,000
20,000	Polaroid Corporation	522,013	627,500
17,700	Sturm, Ruger & Company, Inc.	219,950	570,825
		3,401,639	4,813,325
	INDUSTRIAL PRODUCTS MANUFACTURING (12.96%)		
15,600	Duplex Products, Inc.	275,364	345,150
140,000	P. H. Glatfelter Company	3,305,252	4,410,000
58,100	Hillenbrand Industries, Inc.	1,505,449	2,062,550
34,700	Pittway Corporation	1,014,867	1,140,763
30,000	Western Pacific Industries, Inc.	785,505	1,440,000
		6,886,437	9,398,463
	INSURANCE (4.77%)		
100,000	Western Casualty & Surety Co.	3,220,437	3,462,500
	METALS (10.46%)		
230,000	Reynolds Metals Company	8,233,819	7,590,000
	NEWSPAPERS (8.24%)		
260,000	The Washington Post Company (Class B)	1,454,183	5,980,000
	PUBLISHING (6.37%)		
15,000	Harcourt Brace Jovanovich, Inc.	387,386	566,250
115,400	Houghton Mifflin Company	2,589,719	3,779,350
10,000	Meredith Corporation	216,629	275,000
		3,193,734	4,620,600
	RETAILING (5.77%)		
34,000	Masters, Inc.	407,541	233,750
30,000	The Miller-Wohl Company, Inc.	368,110	600,000
77,300	Supermarkets General Corporation	1,052,063	1,140,175
70,000	Tandy Corporation	1,164,170	1,496,250
31,500	Weis Markets, Inc.	614,773	714,656
		3,606,657	4,184,831

(continued)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

COMMON STOCKS

Shares		Cost	Value
	SERVICES (12.20%)		
200,000	Capital Cities Communications, Inc.	5,554,563	8,000,000
20,000	LIN Broadcasting Corporation	290,000	852,500
		5,844,563	8,852,500
	TRANSPORTATION (4.28%)		
130,000	Consolidated Freightways, Inc.	3,521,683	3,103,750
	TOTAL COMMON STOCKS	47,187,090	64,456,456

Ⅲ(a). 红杉基金持有的主要股票

(1986 年 6 月 30 日，未审核)

COMMON STOCKS

Shares		Cost	Value
	ADVERTISING (.20%)		
36,800	The Interpublic Group of Companies, Inc.	$ 94,702	$ 1,067,200
9,000	The Ogilvy Group, Inc.	47,950	317,250
		142,652	1,384,450
	BROADCASTING (7.00%)		
191,100	Capital Cities/ABC, Inc.	38,145,272	49,017,150
	CONSUMER PRODUCTS (7.87%)		
920,600	Hasbro, Inc.	41,284,750	53,394,800
42,400	Sturm, Ruger & Company, Inc.	361,700	1,749,000
		41,646,450	55,143,800
	FOOD (12.99%)		
770,000	Dart & Kraft, Inc.	14,748,080	48,798,750
600,000	Sara Lee Corporation	14,915,388	42,150,000
		29,663,468	90,948,750
	INDUSTRIAL PRODUCTS (5.36%)		
540,200	Duplex Products, Inc.	4,738,098	11,479,250
90,000	Kimball International, Inc. Class B	2,443,125	2,677,500
61,000	MacAndrews & Forbes Group, Inc.	2,766,840	3,416,000
145,300	Western Pacific Industries, Inc.	6,465,864	19,942,425
		16,413,927	37,515,175
	PAPER MANUFACTURING (13.08%)		
745,500	Consolidated Papers, Inc.	22,645,750	43,145,812
1,949,400	P.H. Glatfelter Company	12,726,070	48,491,325
		35,371,820	91,637,137
	PUBLISHING (2.17%)		
200,000	Meredith Corporation	3,743,830	15,200,000
	RETAILING (2.82%)		
240,500	Melville Corporation	8,449,248	17,075,500
67,500	Weis Markets, Inc.	439,297	2,657,813
		8,888,545	19,733,313
	SERVICES (.47%)		
102,900	PHH Group, Inc.	3,178,387	3,292,800
WARRANTS (.22%)			
28,160	Capital Cities/ABC, Inc.	$ 941,600	$ 1,576,960

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅳ．曼哈顿基金普通股投资组合

（1969 年 12 月 31 日）

Shares		Market Value
65,000	Dasa Corp.	$ 2,405,000
35,400	Downe Communications	532,593
54,000	Teleprompter Corp.	5,297,400
6,000	Teleprompter Corp.	654,000
50,000	Amrep Corp.	2,387,500
190,000	Deltona Corp.	11,495,000
280,000	Fedders Corp.	9,520,000
185,000	GAC Corp.	11,470,000
105,000	Horizon Corp.	5,617,500
150,000	Rouse Co.	5,100,000
76,000	Tishman Realty & Constr.	2,023,500
50,000	U.S. Financial	2,037,500
100,000	Franklin Stores	2,875,000
30,000	Levitz Furniture	1,488,750
130,000	Mattel, Inc.	8,385,000
120,000	Polaroid Corp.	15,000,000
30,000	Sony Corp. ADR	4,110,000
50,000	Unishops, Inc.	2,156,250
50,000	Int. Industries	2,087,500
50,000	Ky. Fried Chicken	2,150,000
244,000	Natl. Student Mark.	6,148,800
100,000	Ryder Systems	4,625,000
100,000	Calif. Computer Prod.	2,430,000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Shares		Market Value
100,000	Computer Technology	1,300,000
55,500	Telex Corp.	5,022,750
65,000	American Medicorp	2,340,000
100,000	Bausch & Lomb	7,775,000
50,000	Four Seasons Equity	1,065,750
7,690	Four Seasons Franch. Centers, warrants	7,690
190,000	Four Seasons Nursing Centers of Am.	12,252,746
60,000	Amer. Motor Inns	1,612,500
141,000	Hilton Hotels	8,512,875
77,000	Parvin/Dohrmann	4,530,000
125,000	Ramada Inns	3,687,500
25,000	Burroughs	3,934,375
20,000	Intl. Bus. Machines	7,290,000
41,500	Nat. Cash Register	6,660,750
100,000	Saxon Industries	10,900,000
100,000	Xerox Corp.	1,575,000
105,000	Career Academy	5,302,500
285,000	King Resources	8,051,250
45,000	Natl. Pat. Devel.	3,600,000
	Other com. stk.	9,994,500
	Total com. stk.	$215,411,479

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

V．斯泰特大街投资公司投资组合

（1979年3月31日）

No. of Shares		Market Value
AIRLINE — 1.1%		
123,081	Northwest Airlines, Inc.	$ 3,598,534
AUTOMOTIVE — 2.4%		
162,500	Ford Motor Co.	7,129,688
49,600	B. F. Goodrich Co.	961,000
BANK — 1.1%		
26,000	Continental Illinois Corp.	656,750
61,000	First National Boston Corp.	1,631,750
33,900	Texas Commerce Bancshares, Inc.	1,332,930
BUILDING — 4.4%		
122,000	General Portland Inc.	1,799,500
323,131	Jim Walter Corp.	9,855,496
32,100	Masonite Corp.	906,825
89,000	Owens-Corning Fiberglas Corp.	2,514,250
BUSINESS SERVICE — 1.3%		
158,625	Servicemaster Industries, Inc.	4,520,813
CHEMICAL — 1.1%		
12,000	Dow Chemical Co.	336,000
47,000	Monsanto Co.	2,426,375
25,000	Rohm & Haas Co.	950,000
CONTAINER — 1.0%		
123,000	Continental Group, Inc.	3,520,875
DIVERSIFIED — 3.4%		
163,909	Dart Industries, Inc.	6,556,360
130,000	International Tel. & Tel. Corp.	3,705,000
14,000	Minnesota Mining & Manufacturing Co.	810,250
27,090	Scovill Manufacturing Co.	528,255
DRUG — 7.1%		
9,000	American Home Products Corp.	$ 239,625
105,100	Bristol-Myers Co.	3,625,950
2,537	Merck & Co.	167,442
184,000	SmithKline Corp.	17,526,000
122,500	Upjohn Co.	5,022,500
ELECTRICAL EQUIPMENT — 0.8%		
61,000	General Electric Co.	2,928,000
ELECTRONIC — 2.2%		
43,000	Hewlett-Packard Co.	4,020,500
20,000	Intel Corp.	1,280,000
8,300	Motorola, Inc.	318,513
35,000	Tektronix, Inc.	1,898,750
FINANCE — 1.3%		
90,000	American Express Co.	2,846,250
100,000	First Charter Financial Corp.	1,750,000
FOOD & BEVERAGE — 2.2%		
100,000	General Mills, Inc.	2,500,000
330,870	Norton Simon Inc.	5,128,485
FOREST PRODUCT — 5.4%		
100,000	Champion International Corp.	2,475,000
55,100	Kimberly-Clark Corp.	2,541,488
260,900	Mead Corp.	7,435,650
194,000	St. Regis Paper Co.	6,183,750
HOSPITAL SUPPLY — 1.2%		
6,000	American Hospital Supply Corp.	149,250
116,200	Abbott Laboratories	3,820,075
INDUSTRIAL EQUIPMENT — 0.3%		
20,000	Cooper Industries, Inc.	947,500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

No. of Shares		Market Value
INSURANCE — 4.0%		
144,000	American General Ins. Co.	$ 3,870,000
58,000	Criterion Ins. Co.	1,150,500
14,800	General Reinsurance Corp.	2,516,000
60,000	INA Corp.	2,707,500
90,800	Travelers Corp.	3,416,350
METAL & MINING — 7.3%		
179,800	Aluminum Co. of America	9,765,750
60,000	Eastern Gas & Fuel Assoc.	1,155,000
51,200	Inland Steel Co.	2,048,000
400,000	Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	8,150,000
80,000	Kennecott Copper Corp.	1,950,000
75,000	St. Joe Minerals Corp.	2,081,250
OFFICE EQUIPMENT — 12.3%		
85,000	Burroughs Corp.	6,024,375
38,400	Digital Equipment Corp.	2,068,800
98,000	International Business Machines Corp.	30,919,000
58,000	NCR Corp.	3,487,500
OIL — 10.7%		
148,732	Commonwealth Oil Refining Co.	520,562
320,000	Dome Petroleum Ltd.	36,640,000
199,680	Gulf Oil Corp.	5,266,033
253,740	MAPCO Inc.	8,119,680
58,600	Mobil Corp.	4,432,750
200,000	Phillips Petroleum Co.	6,875,000
54,000	Standard Oil Co. (Ohio)	2,686,500
OIL SERVICE — 2.4%		
79,500	Schlumberger Ltd.	8,168,625
PHOTOGRAPHY — 0.6%		
31,400	Eastman Kodak Co.	2,000,600
RECREATION — 2.7%		
150,000	American Broadcasting Cos.	5,156,250
77,000	Metromedia, Inc.	4,081,000
RETAIL TRADE — 2.4%		
25,000	Dayton Hudson Corp.	950,000
88,500	K mart Corp.	2,215,125
100,000	Macy (R.H.) & Co.	3,525,000
50,000	Payless Cashways, Inc.	762,500
48,000	Super Valu Stores Inc.	804,000

No. of Shares		Market Value
UTILITY — 4.8%		
128,000	Florida Power & Light Co.	$ 3,528,000
350,000	Middle South Utilities, Inc.	5,293,750
78,000	Panhandle Eastern Pipe Line Co.	3,763,200
125,000	Texas Utilities Co.	2,406,250
25,000	Wisconsin Electric Power Co.	650,000
MISCELLANEOUS SECURITIES — 0.3%		1,246,919
	TOTAL STOCKS — 92.2% (Cost $190,590,020)	316,960,148
Par Value		
CORPORATE BONDS — 0.5%		
$1,000,000	Cadence Industries Corp. 5% Cv. Sub. Notes 6/15/80	570,000*
325,000	Digital Equipment Corp. 4½% Cv. Sub. Debs. 12/15/92	305,625
970,587	Great Western Savings and Loan Assoc. 5% Cv. Cap. Notes 12/15/83	873,528*
	(Cost $2,295,587)	[illegible]
U.S. GOVERNMENT AND GOVERNMENT AGENCIES — 1.7%		
	9.5%-9.8% maturing on various dates to 8/30/79 (Cost $5,801,350)	5,835,100
COMMERCIAL PAPER — 5.7%		
	9.5%-9.9% maturing on various dates to 4/30/79 (Cost $19,450,000)	19,450,000
	TOTAL INVESTMENTS — 100.1% (Cost $218,216,961)	344,054,401
CASH AND OTHER ASSETS, LESS LIABILITIES — (0.1%)		(352,371)
	TOTAL NET ASSETS — 100.0%	$343,702,030

* May be restricted in whole or in part as to public resale. Such restricted securities with aggregate fair value of $1,443,528, which is 0.4% of net assets, were valued in accordance with methods adopted by the Board of Directors.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

V(a). 斯泰特大街投资公司

INVESTMENT PORTFOLIO *(September 30, 1986)*

No. of Shares		*Value*
AUTOMOTIVE—1.0%		
300,000	Echlin Inc.	$ 5,212,500
BANK—1.0%		
3,282	Chase Manhattan Corp. Fl. Rate, Ser. F Pfd.	172,305
100,000	Citicorp	5,012,500
11,000	Irving Bank Corp. Cum. Adj. Rate Pfd.	572,000
10,000	Wells Fargo & Company Cum. Adj. Rate, Ser. A Pfd.	490,000
		6,246,805
BUSINESS SERVICE—4.1%		
740,728	ServiceMaster Industries Inc.	15,555,288
130,000	Waste Management Inc.	6,272,500
		21,827,788
CHEMICAL—5.2%		
6,200	Dow Chemical Co.	332,475
70,000	E.I. du Pont de Nemours & Co.	5,608,750
30,290	Freeport-McMoRan, Inc.	609,586
130,000	Monsanto Co	8,840,000
402,000	Rohm & Haas Co.	12,512,250
		27,903,061
DIVERSIFIED—1.5%		
125,000	Loews Corp.	7,703,125
2,460	Minnesota Mining & Manufacturing Co.	247,538
		7,950,663
DRUG—13.4%		
65,200	American Home Products Corp.	$ 4,775,900
215,200	Bristol-Myers Co.	15,279,200
9,400	Merck & Co., Inc.	925,900
150,000	SmithKline Beckman Corp.	12,056,250
150,000	Squibb Corp	15,187,500
160,000	Upjohn Co.	13,860,000
184,600	Warner-Lambert Co.	9,783,800
		71,868,550
ELECTRICAL EQUIPMENT—2.3%		
100,000	General Electric Co.	7,175,000
100,000	Westinghouse Electric Corp.	5,250,000
		12,425,000
ELECTRONIC—4.4%		
40,000	Augat Inc.	650,000
372,000	Hewlett-Packard Co.	14,322,000
99,000	Intergraph Corp.	2,178,000
140,000	Motorola, Inc.	5,180,000
		22,330,000
FINANCE—1.7%		
160,000	American Express Co.	9,000,000
FOOD—4.0%		
472,500	Archer Daniels Midland Co.	8,386,875
140,000	General Mills, Inc.	11,077,500
31,360	Kellogg Co.	1,454,320
20,000	SYSCO Corp.	565,000
		21,483,695
FOREST PRODUCT—2.6%		
145,842	Champion International Corp.	$ 3,773,663
12,300	Fort Howard Paper Co.	544,275
103,048	Great Northern Nekoosa Corp.	5,693,402
50,272	Temple-Inland Inc.	2,651,848
11,070	Union Camp Corp.	564,570
8,100	Westvaco Corp.	435,375
10,400	Weyerhaeuser Co.	361,400
		14,024,533
HOSPITAL SUPPLY—3.6%		
464,800	Abbott Laboratories	19,463,500
INSURANCE—9.4%		
9,000	AEtna Life & Casualty Co. Cum. Fl. Rate, Cl. A Pfd.	475,875
281,821	American General Corp.	10,850,109
95,057	CIGNA Corp.	5,144,960
12,640	CIGNA Corp. $2.75 Cum. Cv., Ser. A Pfd.	410,800
12,300	Capital Holding Corp.	365,925
5,535	Chubb Corp.	365,310
50,000	Continental Corp.	2,181,250
191,200	General Re Corp.	10,946,200
3,075	Ohio Casualty Corp	236,775
2,500	Torchmark Corp. Adj. Rate Pfd.	267,500
180,000	Travelers Corp.	7,762,500
300,000	USF&G Corp.	11,212,500
		50,219,704
METAL & MINING—2.5%		
9,102	Alcan Aluminum Ltd.	$ 285,575
309,840	Aluminum Co. of America	11,464,080
4,612	AMAX Inc. $3 Cv. Serv. B Pfd.	153,927
80,000	Hanna (M.A.) Co.	1,520,000
3,075	Newmont Mining Corp.	183,731
		13,607,313
OFFICE EQUIPMENT—12.4%		
142,800	Digital Equipment Corp.	12,834,150
328,051	International Business Machines Corp.	44,122,860
200,000	NCR Corp.	9,425,000
		66,382,010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

No. of Shares		Value
OIL—7.1%		
8,600	Amoco Corp.	557,925
150,000	British Petroleum p.l.c. ADRs	5,925,000
56,093	Chevron Corp.	2,468,092
4,800,000	Dome Petroleum Ltd.	3,600,000
100,000	Exxon Corp.	6,725,000
286,400	Mobil Corp.	10,740,000
13,451	Murphy Oil Corp.	344,682
14,959	Sabine Corp.	209,426
52,000	Standard Oil Co.	7,277,000
		37,847,125
OIL SERVICE—1.7%		
275,312	Schlumberger Ltd.	$ 9,222,952
PRINTING & PUBLISHING 1.0%		
100,000	McGraw-Hill, Inc.	5,400,000
RAILROAD—0.4%		
83,900	Burlington Northern Inc.	1,885,688
7,380	Union Pacific Corp.	418,815
		2,304,503
RECREATION—3.9%		
5,120	Capital Cities/ABC, Inc. Wts.	250,240
68,000	CBS Inc.	8,364,000
80,000	Taft Broadcasting Co.	9,220,000
115,200	Tele-Communications, Inc. Cl. A	2,678,400
19,200	Tele-Communications, Inc. Cl. B	448,800
		20,961,440
RETAIL TRADE—6.6		
140,000	Dayton Hudson Corp.	6,020,000
5,000	Sears, Roebuck & Co. Adj. Rate Pfd.	517,500
192,000	Super Valu Stores Inc.	3,936,000
320,000	Tandy Corp.	10,240,000
510,000	Toys "R" Us, Inc.	14,662,500
		35,376,000
TELEPHONE—0.5%		
7,000	American Information Technologies Corp.	$ 917,875
16,000	BellSouth Corp.	920,000
15,000	Southern New England Telephone Co.	811,875
		2,649,750
TEXTILE—0.1%		
7,040	Associated Dry Goods Corp.	401,280
TOBACCO—0.1%		
6,150	Philip Morris Cos. Inc.	407,433
UTILITY—2.5%		
300,000	FPL Group, Inc.	9,075,000
355,000	Middle South Utilities, Inc.	4,570,625
		13,645,625
MISCELLANEOUS SECURITIES—0.8%		4,463,403
TOTAL STOCKS—93.8% (Cost $210,121,936)		502,624,633

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅵ."低于营运资本净额出售的股票"

	Market Price	Net Wkg. Cap. Per Share	Market Price as % of Net Wkg. Cap. Per Share		Market Price	Net Wkg. Cap. Per Share	Market Price as % of Net Wkg. Cap. Per Share
Wayne-Gossard	6	$13.69	44	Weyenberg Shoe	18	21.66	83
Oxford Indus.	9	15.22	59	Carter-Wallace	7	8.26	85
Amer. Distilling	9	15.00	60	Warnaco Inc.	10	11.58	86
Salant Corp.	7	11.32	62	Pier I Imports	7	8.04	87
Vendo Co.	5	7.93	63	Craig Corp.	11	12.47	88
Cooper Tire	12	18.33	65	McNeill Corp.	12	13.71	88
Cunningham Drug	9	13.42	67	Monarch Maoh Tool	27	30.41	89
Kroehler Mfg.	10	14.96	67	Stevens (J.P.)	15	16.80	89
Cluett, Peabody	11	16.03	69	Mirro Aluminum	11	12.20	90
Sterchi Bros. Strs.	10	14.24	70	Zale Corp.	17	18.87	90
Wean United	6	8.51	71	Lowenstein (M.)	16	17.37	92
Munsingwear Inc.	15	20.37	74	Tappan Co.	9	9.73	92
Helene Curtis Ind.	8	10.42	77	Tobin Packing	7	7.57	92
Phillips-Van Heusen	13	16.97	77	Bell & Howell	18	19.20	94
Cont. Copper & St.	5	6.39	78	Rockower Bros.	11	11.70	94
Dynamics Corp. Am.	5	6.44	78	Faberge Inc.	10	10.52	95
Superscope Inc.	9	14.43	79	Mesta Machine	21	22.22	95
Manhattan Indus.	10	12.53	80	Nat'l Presto	18	18.64	97
Hart, Schaffner & M.	13	16.34	80	Springs Mills	18	18.59	97
Jantzen Inc.	17	20.48	83	N. Amer. Philips	28	28.39	99

(Standard & Poor's *Outlook*, October 1978)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅵ(a).“纽约证券交易所低于票面价值的股票”

Company	Book Value Per Share	7/8/88 Price	Market Price as % of Book Value
Manville Corp.	$37.55	5 3/4	15
Puerto Rican Cement	16.17	6 3/8	39
McIntyre Mines	66.12	28	42
Zapata Corp.	23.08	10	43
Lukens Inc.	24.12	14 1/8	58
Reynolds Metals	59.89	35 5/8	59
Amfesco Indus.	11.45	7	61
Gulfstream Aerospace	30.09	18 3/8	61
Ampco-Pittsburgh	19.86	12 3/8	62
Murray Ohio Mfg.	29.49	18 1/2	62
Fieldcrest Mills	44.50	28 1/4	63
Moore McCormack	39.58	25 1/2	64
National-Standard	22.50	14 1/8	64
Southmark Corp.	10.41	6 3/4	64
Burlington Indus.	41.82	27 3/8	65
Texaco Inc.	55.86	38 1/2	65
Union Carbide	68.89	45 3/8	65
Southwest Forest Ind.	20.00	13 1/4	66
Springs Industries	50.10	33 1/4	66
Ameron, Inc.	52.18	35	67
Hayes-Albion	14.37	9 3/4	67
Overseas Shiphldg.	24.22	16 1/2	68
Jewelcor, Inc.	15.54	10 7/8	69
U.S. Steel	38.41	26 7/8	69
Goodrich (B.F.)	45.18	31 3/8	69
Transcon Inc.	11.86	8 1/4	70
Modular Computer Sys.	9.12	6 1/2	71
Borman's Inc.	10.75	7 3/4	72
Stevens (J.P.)	30.84	22 1/2	72
Timken Co.	66.43	48 1/8	73
International Paper	66.04	48 3/4	73
Armstrong Rubber	21.85	16	73
Wolverine World Wide	15.37	11 3/8	73
Cenergy Corp.	11.26	8 3/8	74
Firestone Tire & Rub.	28.49	21 1/4	74
Elgin National Ind.	19.07	14 1/4	74
Williams Cos.	37.43	28 5/8	76
Rowan Cos.	10.62	8 1/4	77
Sea-Land Corp	29.83	23 1/4	77
General Homes	8.91	7	78
Gordon Jewelry Cl. A	21.34	16 7/8	78
Proler Int'l	50.02	39 1/2	78
Fruehauf Corp.	28.28	22 3/8	79
Twin Disc	$21.46	17	79
Lone Star Indus.	30.78	24 1/2	79
Cleveland-Cliffs	25.36	20 3/8	80
CCX Inc.	6.51	5 1/4	80
Huffy Corp.	12.29	10	81
Reece Corp.	12.17	10	82
Alcan Aluminium Ltd	29.36	24 1/4	82
Ford Motor	52.86	43 3/4	82
Ceco Indus.	29.48	24 1/8	83
McNeil Corp.	32.22	26 7/8	83
Aluminum Co. of Amer.	40.23	33 7/8	84
Southeastern Pub. Sv.	8.16	6 7/8	84
Newmont Mining	48.70	41 1/8	84
Commercial Metals	19.70	16 3/4	85
Best Products	15.56	13 1/4	85
Anderson Clayton	47.19	40 1/4	85
Chevron Corp.	43.45	37 1/8	85
San Juan Rac. Assn.	12.66	10 7/8	85
CBI Indus.	26.18	22 5/8	86
SCM Corp.	54.29	47 1/8	86
ITT Corp.	36.09	31 3/8	86
Monarch Mach. Tool	18.12	15 3/4	86
Kerr-McGee	33.22	29 1/8	87
Trico Indus.	7.12	6 1/4	87
Dresser Indus.	24.73	21 3/4	87
American President	24.55	21 5/8	88
Quanex Corp.	8.77	7 3/4	88
Eagle-Picher Indus.	24.56	21 3/4	88
Commodore Int'l	10.56	9 3/8	88
Winners Corp.	6.76	6	88
Fabri-Centers Amer.	11.82	10 1/2	88
West Pt.-Pepperell	44.18	38 1/4	88
Deere & Co.	33.74	30 1/8	89
Zenith Electronics	20.00	17 7/8	89
Culbro Corp.	32.72	29 1/4	89
Todd Shipyards	33.27	29 3/4	89
Mobil Corp	33.33	29 7/8	89
Dayco Corp.	20.08	18	89
Apache Corp.	11.14	10	89
Ingredient Technology	14.84	13 3/8	90
Amerada Hess	30.87	28	90
Ponderosa Inc.	14.10	12 7/8	91
Lowenstein (M.)	$50.21	45 7/8	91
Sterchi Bros. Stores	21.74	19 7/8	91
Purolator Courier	27.07	24 5/8	91
Lennar Corp.	15.30	14	91
Interlake, Inc.	$54.36	49 7/8	91
Roper Corp.	16.18	14 7/8	91
INTERCO, Inc.	70.43	64 7/8	92
Diversified Indus.	6.08	5 5/8	92
Allied Products	18.39	17	92
Clark Equipment	32.05	29 5/8	92
Rexnord, Inc.	15.02	14	93
Robertson (H.H.)	28.66	26 3/4	93
Cummins Engine	70.79	66 1/8	93
Belding Heminway	16.06	15	93
Cooper Tire & Rub.	16.31	15 1/4	93
Goodyear Tire & Rub.	30.07	28 1/8	93
Olin Corp.	34.23	32 1/8	93
Harnischfeger Corp.	11.04	10 3/8	93
Koppers Co.	18.57	17 1/2	94
Halliburton Co.	31.24	29 1/2	94
Jim Walter	37.45	35 3/8	94
Wynn's Int'l	17.82	16 7/8	94
Staley Continental	23.48	22 1/4	94
First City Indus.	10.94	10 3/8	94
Mohasco Corp.	32.81	31 1/8	94
Fox-Stanley Photo	10.64	10 1/8	95
Jorgensen (E.M.)	26.10	24 7/8	95
XTRA Corp.	26.76	25 1/2	95
Tandycrafts, Inc.	15.47	14 3/4	95
GATX Corp.	30.39	29	95
Brockway Inc.	26.45	25 1/4	95
Champion Spark Plug	9.25	8 7/8	96
Morse Shoe	23.95	23	96
Florida Steel	15.03	14 1/2	96
Varo Inc.	11.85	11 1/2	97
Grace (W.R.)	42.32	41 1/8	97
Joy Mfg.	24.06	23 1/2	97
Murphy Oil	28.13	27 1/2	97
Potlatch Corp.	36.65	36	98
McDermott Int'l	24.82	24 1/2	98
Oneida Ltd.	12.95	12 7/8	99
Cyclops Corp.	49.67	49 3/8	99
North Amer. Philips	34.96	34 3/4	99
Eastern Gas & Fuel A	22.62	22 1/2	99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅶ "低于清理价值的股票"

Stocks whose recent prices do not exceed the value of "net" working capital (i.e., current assets less all liabilities and preferred stock)

Page No.	Stock Name	Recent Price	"Net" Wkg Capital per sh.	Percent Price-to-"Net" Wkg Cap'l	Tangible Book Value per sh.	Percent Price-to-Book Value	Time-liness	Safety Rank	Beta	Percent Est'd Yield	Current P/E Ratio	Industry
1064	SUPERSCOPE, INC	5½	11.33	49%	26.78	21%	5	4	1.45	NIL	NMF	ELECTRONICS
884	KROEHLER MFG	8½	16.69	51%	35.16	24%	5	4	0.95	NIL	NMF	BUILDING
146	FACET ENTERPRISES	4⅜	7.98	55%	15.31	29%	4	3	1.00	NIL	44.0	AUTO PARTS (REP)
1624	SALANT CORP	6⅞	10.83	63%	15.71	44%	5	4	1.35	5.7%	4.1	APPAREL
1620	OXFORD IND	9¾	15.21	64%	22.19	44%	—	4	0.85	6.8%	4.2	APPAREL
1566	STERCHI BROS ST	9½	13.57	70%	14.87	64%	4	3	0.70	7.1%	4.8	RETAIL (SPECIAL LINES)
1568	TANDYCRAFTS, INC	4⅜	6.04	72%	12.30	36%	—	3	1.35	NIL	11.0	RETAIL (SPECIAL LINES)
370	VENDO CO	5	6.82	73%	11.69	43%	5	5	1.10	NIL	NMF	INDUSTRIAL SERVICES
1609	HART SCHAFFNER & MARX	12	16.06	75%	23.10	52%	3	3	1.10	7.2%	5.3	APPAREL
628	HELENE CURTIS	7¾	10.18	76%	13.80	56%	5	4	1.20	NIL	6.5	TOILETRIES/COSMETICS
1628	WAYNE—GOSSARD CORP	5¾	7.25	79%	14.98	38%	3	3	0.95	8.7%	7.2	APPAREL
1043	CRAIG CORP	10	12.45	80%	13.03	77%	3	3	1.10	5.0%	9.0	ELECTRONICS
520	BAYUK CIGARS	9½	11.85	80%	15.29	62%	3	3	0.45	5.0%	7.2	TOBACCO
771	CUNNINGHAM DRUG ST	11	12.98	85%	23.17	47%	3	3	0.75	2.8%	9.1	DRUG STORE
1682	PAMIDA INC	4	4.63	86%	7.00	57%	5	4	1.20	3.0%	NMF	RETAIL STORE
626	FABERGE INC	8⅞	10.37	86%	18.05	49%	4	3	1.15	4.5%	7.0	TOILETRIES/COSMETICS
1610	JANTZEN, INC	18	20.37	88%	26.73	67%	4	3	0.75	5.5%	5.7	APPAREL
1007	DYNAMICS CP OF AMER	5⅝	6.18	91%	8.57	66%	3	4	1.15	2.6%	6.8	ELECTRICAL EQUIPMENT
173	BELL & HOWELL	15	16.31	92%	33.52	45%	4	3	1.10	6.3%	7.5	PRECISION INSTRUMENT
1617	MCGREGOR—DONIGER INC	1⅞	2.12	92%	4.55	43%	—	5	0.60	NIL	NMF	APPAREL
1618	MUNSINGWEAR	16	17.19	93%	29.53	54%	3	3	0.70	7.5%	6.6	APPAREL
1326	MCNEIL CORP	14	14.85	94%	27.74	50%	2	2	0.75	5.6%	6.6	MACHINERY
350	AMER DISTILLING	13	13.63	95%	18.86	69%	3	4	0.70	NIL	65.0	DISTILLING
1430	NATIONAL PRESTO IND	17	17.84	95%	27.60	62%	3	3	0.70	8.7%	8.2	HOME APPLIANCES
624	CARTER—WALLACE	7⅞	8.25	95%	12.51	63%	3	3	1.00	5.0%	8.5	TOILETRIES/COSMETICS
807	GATEWAY IND	8	8.33	96%	13.37	60%	3	4	1.00	7.5%	4.2	AUTO PARTS (OEM)
770	ADAMS DRUG	3¾	3.90	96%	5.79	65%	4	4	1.20	1.5%	4.5	DRUG STORE
1648	STEVENS JP	14	14.65	96%	37.50	37%	3	3	0.95	8.5%	4.3	TEXTILE
1569	ZALE CORP	16	16.35	98%	24.74	65%	3	3	1.05	6.8%	5.5	RETAIL (SPECIAL LINES)
195	SARGENT—WELCH SCIENTIFIC	14	14.22	98%	18.04	78%	4	3	0.85	6.5%	6.0	PRECISION INSTRUMENT
1327	MESTA MACHINE	20	20.32	98%	52.11	38%	4	3	0.90	3.0%	12.5	MACHINERY
1647	SPRINGS MILLS	16	16.08	99%	35.15	46%	3	3	0.80	8.0%	4.5	TEXTILE
374	BACHE GROUP INC	8⅞	8.96	99%	15.88	56%	3	4	1.80	4.5%	8.7	SECURITIES BROKERAGE

(*The Value Line Investment Survey*, "Summary of Advices and Index," April 6, 1979, p. 29)

Ⅶ(a).“低于清理价值的股票”

Recent prices do not exceed the value of "net" working capital (i.e., current assets less all liabilities including long-term debt and preferred)

Page No.	Stock Name	Recent Price	"Net" Wkg. Capital per sh.	Percent Price-to-"Net" Wkg. Cap'l	Tangible Book Value Per sh.	Percent Price-to-Book Value	Time-liness	Safety Rank	Beta	Current P/E Ratio	Est'd Yield	Industry
140	Chic. Pacific	34	52.16	65%	88.33	38%	–	4	0.80	15.2	NIL	Home Appliances
1122	CPT Corp.	3	4.28	70%	7.50	40%	5	4	1.20	NMF	NIL	Office Equip & Supplies
1361	Elgin Nat'l Ind.	15	16.13	93%	20.97	72%	3	3	0.56	NMF	NIL	Machinery(Const&Mining)
1682	Wolverine World Wide	9	9.52	94%	15.88	56%	4	4	1.10	42.9	NIL	Shoe
823	Swank Inc.	12	12.67	95%	17.22	70%	4	3	1.00	27.5	NIL	Toiletries/Cosmetics

(*The Value Line Investment Survey*, "Summary of Advices and Index," January 2, 1987, p. 37)

EDITOR'S NOTE: Note the shrinkage of stocks selling below two-thirds of net working capital from five in the 1979 Value Line compendium to one in 1987 and below one times working capital from 33 in 1979 to five in 1987. The five stocks listed in 1979 as selling below two-thirds of working capital had advanced an average of 188% by yearend 1986, incidentally (adjusting for splits).—J.T.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅷ.《福布斯》的"滞价评券"

We regularly monitor results for the stock portfolios we create in this column. Sure, the theory behind a particular list tends to be interesting in its own right. But try buying dinner with a theory.

One of our favorite features, which we usually label "loaded laggards," seems to beat the market with surprising regularity. The list of 105 loaded laggards that appeared in our Oct. 26, 1981 issue has reaped a return of 145%—excluding dividends. Not bad, especially when you consider that the market is up only 46% over the same period.

We use several criteria to create our loaded laggard portfolios. Basically, we try to find companies that look cheap and seem otherwise healthy.

(*Forbes*, Sept. 24, 1984, pp. 242–243).

Book-value bargains

These 92 stocks all sell below book value, as the ratios in column seven below indicate. Each company is currently making money and, as shown in column three, also has a positive earnings growth rate over the past four years. In addition, many of these firms have a price/earnings multiple well below the market average.

New York Stock Exchange

Name/business	Recent price	52-week high low	4-year earnings growth	EPS	P/E	Book value	Price/book	Debt/equity	Yield	Sales ($mil)
Adams-Millis/textiles	15¼	18⅞–11½	144%	$ 0.95	16.1	$15.97	0.96	68.0%	1.8%	$ 62.8
Anderson Clayton/food processing	29⅝	33½–24⅜	8	2.83	10.5	46.18	0.64	6.1	4.4	1,890.4
Applied Magnetics/computers	10⅞	33⅝– 8	1	0.80	13.4	14.02	0.77	2.8	—	101.6
Armstrong Rubber/tires	19	19⅝–15	28	2.54	7.5	20.57	0.92	34.7	2.5	894.7
Burlington Inds/textiles	25⅛	43 –23	3	4.11	6.1	42.70	0.59	37.1	6.5	2,990.4
Burlington Northern/transportation	44⅛	54⅝–35	7	7.02	6.3	50.39	0.88	73.0	2.3	4,508.2
Control Data/comp svcs and equip	33⅛	57⅞–24⅜	4	3.42	9.7	47.13	0.70	290.5	3.0	4,582.8
Evans/tools	14	23⅜–12⅞	2	1.33	10.4	17.27	0.81	54.4	6.3	492.6
Fabri-Centers of Am/spec retail	10⅛	13⅞– 9⅛	6	0.89	11.3	11.73	0.90	10.3	2.7	209.4
Firestone Tire & Rubber/tires	18⅛	23⅞–15⅛	5	1.83	9.9	26.66	0.68	34.0	4.4	3,866.0
Fischbach/electric contractor	43⅝	55½–40⅜	22	5.32	8.3	48.35	0.90	18.5	6.1	1,289.0
Ford Motor/autos	46⅛	47⅞–33	13	15.97	2.8	46.01	0.99	31.6	3.5	44,484.6
Goodyear Tire & Rubber/tires	27⅝	33⅝–23	11	3.97	6.9	28.61	0.96	20.7	5.1	9,738.8
Grolier/publishing	3⅜	5⅝– 3	210	0.77	4.4	3.60	0.94	247.7	—	386.2
Intl Multifoods/food processing	24⅝	34 –23	19	3.44	7.1	25.03	0.97	45.9	7.2	1,067.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Book-value bargains

New York Stock Exchange

Name/business	Recent price	52-week high low	4-year earnings growth	EPS	P/E	Book value	Price/book	Debt/equity	Yield	Sales ($mil)
Jewelcor/specialty retail	6⅝	9 - 5⅝	2%	$0.46	14.3	$14.32	0.48	51.0%	—	$ 195.7
Mohasco/home furnishings	19¾	24¾-16¾	17	2.47	8.0	30.90	0.64	28.6	1.6%	643.8
Morrison-Knudsen/construction	29⅝	33⅞-26¾	8	3.99	7.4	33.09	0.89	17.1	4.8	2,166.0
Morse Shoe/retail	22¼	35⅞-21¼	6	3.28	6.8	23.19	0.96	41.3	8.4	523.0
GC Murphy/retail	33¾	41½-26	21	4.34	7.7	36.29	0.94	42.3	4.2	872.2
Murray Ohio Mfg/bikes, mowers	20⅞	29¾-20	1	2.33	9.0	28.90	0.72	33.1	5.7	306.3
Pueblo Intl/supermarkets	11	11¾- 7⅛	4	1.18	9.3	11.39	0.97	88.7	1.5	476.8
Puerto Rican Cement/cement	8½	12¾- 5½	9	2.38	3.6	14.80	0.57	134.4	—	57.1
[illegible] Foods/food processing	6⅞	12⅞- 6	27	1.20	5.3	8.82	0.78	76.6	—	886.7
Springs Inds/home furnishings	34¾	40⅞-31¼	1	4.59	7.5	48.09	0.71	10.6	4.4	894.4
Suave Shoe/footwear	7⅜	9⅝- 6¾	9	0.37	19.9	11.14	0.66	22.8	4.1	111.8
Tandycrafts/leather products	13¾	17½-11⅝	17	1.07	12.6	14.44	0.98	0.0	—	61.1
United Brands/food processing	16¼	21⅝-13¾	9	3.43	4.7	17.37	0.94	172.9	—	3,360.4
West Point-Pepperell/apparel	39	54⅞-34⅝	20	5.97	6.5	43.87	0.89	22.5	5.6	1,206.3
Wolverine World Wide/footwear	11¾	20¾- 9¾	4	0.69	17.0	15.36	0.76	33.8	4.1	353.1
Zapata/construction, oilfield svcs	20¼	24⅞-15¼	27	1.42	14.3	22.39	0.90	112.5	4.1	443.0

American Stock Exchange

Name/business	Recent price	52-week high low	4-year earnings growth	EPS	P/E	Book value	Price/book	Debt/equity	Yield	Sales ($mil)
Alba-Waldensian/apparel	8⅜	17⅝- 8¼	60%	$1.45	5.8	$12.48	0.67	34.8%	2.4%	$ 46.7
Avondale Mills/textiles	18¼	25⅞-17¼	87	3.10	5.9	26.65	0.68	27.7	4.4	302.1
[illegible] of California/apparel	3⅜	6 - 3⅜	4	0.25	13.5	5.80	0.58	0.5	3.6%	24.3
Blessings/health care products	21¼	26 -17⅝	26	2.52	8.8	22.60	0.98	44.9	3.6	43.6
[illegible] Foods/food processing	11½	15⅜-10¾	6	1.49	7.7	13.00	0.88	18.1	1.7	291.7
Diamond Bathurst/containers	9¼	12¾- 8	8	1.21	7.6	9.87	0.94	54.8	2.2	62.4
EAC/military equipment	8¼	14⅝- 7	5	0.95	8.7	8.66	0.95	81.3	4.8	38.8
Esquire Radio & Elec/electronics	30¼	31¼-24⅜	24	5.11	5.9	41.59	0.72	0.5	2.4	67.6
Galaxy Carpet Mills/carpets	13¼	22⅞- 9⅝	56	2.20	6.0	13.68	0.96	77.9	—	280.1
Gaylords National/retail	9⅝	11 - 7	42	0.73	13.2	11.85	0.81	81.0	—	142.9
[illegible]/plastic and rubber	6⅛	10⅝- 5⅜	6	0.79	7.8	7.81	0.78	21.4	—	29.9
[illegible]/apparel	11⅝	15⅝-11¼	4	0.81	14.7	16.36	0.73	31.4	—	14.9
Mid-America Industries/auto parts	8⅜	10⅝- 8⅛	18	0.87	9.9	11.40	0.74	36.6	4.6	83.9
MSI Data/computers	10¼	21⅝- 9⅛	10	1.38	7.4	11.58	0.89	3.9	3.9	61.2
Newbury Energy/elec contracting	5⅛	10½- 4⅝	56	1.29	4.0	5.64	0.91	118.2	—	68.2
Noel Inds/apparel	2⅜	5⅝- 2⅛	59	0.30	9.1	6.45	0.43	10.0	—	36.0
[illegible] Inds/handbags	19⅝	22⅞-16⅞	43	1.47	13.4	24.97	0.79	0.0	1.0	5.9
Pantasote/plastics and rubber	6⅝	11¼- 5⅛	7	0.32	20.7	7.97	0.83	39.8	—	139.9
Penn Traffic/supermarkets	18⅝	26½-17⅞	8	2.80	6.7	25.44	0.73	70.1	6.4	518.9
Perini/construction	26⅝	38⅝-23	15	2.85	9.3	29.41	0.91	19.7	3.0	852.4
[illegible] Products/mfd housing	11⅛	18¼- 9⅝	12	1.22	8.4	13.53	0.82	7.3	1.8	119.2
SE Nichols/retail	7⅛	11⅞- 5⅛	17	1.52	4.9	8.54	0.88	78.6	—	277.3
Shopwell/supermarkets	12⅛	24⅝- 9⅜	13	0.89	13.8	19.63	0.42	111.6	1.2	511.9
TeleConcepts/telecommunications	3⅝	27 - 3⅜	NM	0.54	6.7	6.71	0.54	8.0	—	84.5
Trans-Lux/info display	10⅛	16⅞- 9⅞	7	1.37	7.4	13.63	0.74	26.7	1.0	28.0
Virco Mfg/furniture	13⅝	14⅝-10⅝	124	1.69	8.1	14.16	0.97	73.1	0.8	137.0
Vulcan Corp/footwear	14½	17⅝-12⅜	4	1.88	7.7	15.17	0.95	6.8	3.4	29.8

NM: Not meaningful.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅸ．格雷厄姆－雷投资分析

1979 年 2 月 28 日

Buys:

Company (TIC) Exch.	($ Millions) Total Debt	Total Tangible Book Value	% Dividend Yield	P/E Ratio	($ Per Share) (Bid) Market Value	(Max.) Buy Price	(+50%) Sell Price
1. Monarch Mch.	27.1	30.7	6.3	4.7	29	34	51
2. Coachman Ind.	33.2	42.6	7.6	3.4	7 7/8	12 1/4	18 3/8
3. Tri Chem	4.9	10.9	8.7	3.2	6	7 3/8	11
4. Shaer Shoe	0.9	6.04	7.6	6.4	5 1/4	5 1/2	8 1/4
5. Std. Coosa	25.4	39.5	7.6	5.5	21 1/8	26 1/4	39 3/8
6. Cone Mills	102	226	6.6	4.4	27 1/8	32 5/8	48 7/8
7. Pioneer Elec.	394	463	1.0	2.6	21 3/4	36 1/4	54 3/8
8. Rodale Elec.	3.6	5.66	7.7	4.9	7 3/4	9 3/4	14 3/4
9. Blufield Co.	43.6	36.6	6.6	5.4	18 1/8	18 1/2	27 3/4
10. Pat Fashion	4.9	14.0	0	3.3	5 3/8	7 3/4	11 5/8
11. Ti Caro Inc.	42.7	80.4	8.9	3.7	22 1/2	24 7/8	37 3/8
12. Salant Corp.	66.8	46.9	6.3	4.5	6 3/8	7 7/8	11 3/4
13. Curtiss-Wrt.	138	200	5.6	7.3	14 3/8	16	24 1/8
14. Hittman Corp.	3.7	4.06	3.8	4.8	4	4	6 1/8
15. Stevens, J.P.	487	486	7.9	4.9	13 7/8	17 7/8	26 3/4
16. King Kullen	13.4	19.7	4.2	5.1	12	12 1/4	18 1/2
17. Altamil Corp.	12.3	18.9	8.2	4.1	9 3/4	13	19 1/2
18. Rockower	15.2	28.0	9.0	4.5	11 1/8	13	19 1/2
19. Craig Corp.	28.1	40.5	4.7	6.5	10 3/4	10 7/8	16 3/8
20. Movie Star	11.4	14.4	5.2	4.2	10	13	19 1/2
21. Michaels, J.	4.9	7.94	6.1	5.1	5 1/4	7	10 1/2
22. Garan Inc.	32.8	37.5	8.0	4.3	7 1/2	9 3/8	14 1/4
23. Kenwin Shop	1.3	6.11	8.5	4.8	9 3/4	11 1/8	16 3/4
24. Southwstn Drug	22.4	20.7	6.9	6.1	10 1/2	11 3/4	17 5/8
25. Keller Inds.	50.0	50.9	3.8	4.5	7 7/8	9 5/8	14 3/8

(Based on Benjamin Graham's criteria for common stock investments)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Buys:

Company (TIC) Exch.	($ Millions) Total Debt	Total Tangible Book Value	% Dividend Yield	P/E Ratio	($ Per Share) (Bid) Market Value	(Max.) Buy Price	(+50%) Sell Price
26. La-Z-Boy	19.6	67.1	7.2	5.4	10	10 1/8	15 1/4
27. Sarg-Welch	7.9	39.6	6.3	6.9	14	14 3/8	21 5/8
28. Sterchi Str.	18.7	19.6	5.7	4.8	9 7/8	11 3/8	17
29. Jaclyn Inc.	3.8	11.2	7.8	5.6	5 1/8	5 3/8	8
30. Hart Schfner	164	183	7.7	5.5	11 1/2	14 1/2	21 3/4
31. Oxford Inds.	49.5	63	7.1	4.5	9 5/8	13 3/8	20 1/8
32. Spring Mill	152	292	6.9	4.7	15 1/4	17 3/4	26 5/8
33. Bassett Furn.	22.9	145	8.3	5.0	15 3/4	17 1/4	25 7/8
34. Ryland Grp.	9.8	25.2	5.1	4.6	9 3/4	9 3/4	14 5/8
35. Blue Bell	212	308	7.0	5.7	22 7/8	24	36
36. Smith, A.O.	173	182	8.1	3.2	17 3/8	24 5/8	37
37. West Pt. Pep.	262	288	8.5	5.1	33	35 1/4	52 7/8
38. Zale Corp.	219	316	6.4	5.1	15 5/8	16 7/8	25 1/4
39. Brow Group	178	246	7.3	5.4	24 5/8	29 1/4	43 7/8
40. Std. Register	39.5	66	7.0	5.3	23	23 3/4	35 5/8
41. Hse. of Fabrics	36	47.9	6.1	7.5	5 7/8	5 7/8	8 3/4
42. Strawb. & Clo.	67.8	98.6	5.1	5.0	27 1/2	28 5/8	43
43. Hse. of Ron.	10.3	13.4	6.4	4.1	6 1/4	8 1/8	12 1/4
44. Marlene Ind.	21.8	36.8	2.2	5.1	13	13	19 1/2
45. Rival Mfg.	11.6	51.0	11.6	7.7	6 7/8	8	12
46. Weyenberg	11.4	25.5	6.1	5.3	17 3/4	18 1/4	27 3/8
47. Realex Corp.	3.3	9.6	5.6	4.4	8 1/2	9 3/4	14 3/4
48. Cunnghm. Drug	15.1	27.3	3.4	7.5	9 3/8	10 1/4	15 3/8
49. CRS Group	8.2	17.5	3.1	5.2	9 3/4	10 1/4	15 3/8
50. Electographic	2.9	13.1	6.0	5.9	16 5/8	16 5/8	24 7/8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IX(a). 格雷厄姆－雷投资基本价格分析

（根据本杰明·格雷厄姆普通股投资标准）

BUYS	COMPANY SIC/TIC	EXCH	NOTES	TOT TANG BOOK & DEBT $MIL	DEBT TO BOOK	12 MO PRICE HIGH & LOW	MONTH VOL (100) & SHRS OUT (MIL)	BOOK P/S	NCA P/S	INV TO CUR AST	CSH TO CUR LIB	(Y) CUR YLD	P/E	RISK RATING	$ PER SHARE: MONTH END PRICE	MAX BUY PRICE	(+50%) SELL PRICE
001)	CONCORD FAB 2200 CIS	ASE	W	24.1 25.4	1.1	13.0 7.5	238.0 0.573	13.53	10.25	0.5	0.0	0.0	PG 8.0	1.2	9.7	10.1	15.2
002)	ESQUIRE RAD 3651 EE	ASE		19.7 8.2	0.3	41.0 33.4	397.0 0.483	40.88	38.80	0.1	3.5	2.0	(100+)	1.2	35.3	38.6	59.5
003)	GENCO MATL 5199 GNL	ASE	W	5.39 8.90	1.6	2.4 0.7	1247 2.71	1.99	1.75	0.5	0.8	0.0	PG 4.1 DE	1.2	1.5	1.6	2.5
004)	LITTLEFIELD 5199 LFA	ASE	W	5.21 9.90	1.7	4.2 3.0	165.0 1.07	4.86	3.50	0.6	0.0	0.0	(100+)	1.2	3.2	3.4	5.1
005)	MICHAELS(J) 5712 MICH	OTC		11.8 4.8	0.4	11.4 8.4	133.0 0.876	13.46	11.74	0.1	1.4	4.1	8.5 DE	1.1	8.8	11.5	17.4
006)	SWANK INC 3199 SNK	NYS		54.0 34.6	0.8	18.3 11.6	974.0 3.46	15.63	12.78	0.8	0.1	0.0	PG 27.3 DE	1.2	12.0	12.6	19.1

++(HOLDS FOR NET-CURRENT-ASSET COMPANIES)++

BUYS	COMPANY SIC/TIC	EXCH	NOTES	TOT TANG BOOK & DEBT $MIL	DEBT TO BOOK	12 MO PRICE HIGH & LOW	MONTH VOL (100) & SHRS OUT (MIL)	BOOK P/S	NCA P/S	INV TO CUR AST	CSH TO CUR LIB	(Y) CUR YLD	P/E	RISK RATING	MONTH END PRICE	MAX BUY PRICE	(+50%) SELL PRICE
001)	BARDEN CORP 3560 BARD	OTC		47.3 12.5	0.3	31.2 23.4	207.0 1.60	29.58	17.14	0.5	0.7	4.0	PG 12.5 DE	1.3	25.0	17.1	25.6
002)	BELL INDS 5065 BI	NYS		90.1 46.2	0.5	27.3 16.3	2423 5.36	18.49	13.84	0.6	0.1	1.6	PG 37.3 DE	1.5	20.4	13.6	20.6
003)	BINKS MFG 3560 BIN	ASE		67.7 28.7	0.4	32.1 22.2	310.0 2.89	22.69	16.74	0.5	0.1	4.4	PG 10.4 DE	1.4	22.5	16.5	25.0
004)	CHATHAM MFG 2200 CHAT	OTC		54.4 16.1	0.3	31.0 22.0	874.0 1.69	32.34	22.80	0.5	0.7	3.0	11.4	1.3	26.4	22.7	34.2
005)	DECISION 3683 DIC	NYS		89.6 38.3	0.4	14.6 7.4	4945 9.40	9.54	6.89	0.4	0.6	0.0	35.0 DE	1.3	8.8	8.7	10.2
006)	DOUGHTIE'S 2010 DOBQ	OTC		7.61 5.5	0.7	8.4 5.0	24.0 0.86	8.85	4.32	0.3	0.2	2.6	PG 7.0	1.3	6.2	4.2	8.3
007)	FISCHR & PR 3823 FP	ASE		88.1 82.1	0.9	22.7 12.3	1469 4.13	16.00	11.67	0.6	0.1	0.0	22.9 DE	1.3	14.4	11.5	17.4
008)	FRIEDMN IND 3310 FRD	ASE		32.6 5.2	0.2	11.0 7.5	178.0 3.86	8.92	8.20	0.3	7.5	3.2	PG 15.1 DE	1.3	9.5	8.1	12.2
009)	GILBERT ASC	OTC		101	0.7	37.4	1720	38.18	23.78	0.1	1.0	4.9	PG 3.9	1.4	35.0	23.8	35.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

009) GILBERT ASC 8811 GILBA	OTC	101 70.8	0.7	37.4 31.2	1720 2.64	38.18	23.78	0.1	1.0	4.9	PG 3.9	1.4	35.0	23.6	35.5
010) GORDON JEWL 5644 GOR	NYS	242 235.7	1.0	22.4 16.3	2107 10.6	23.01	16.40	0.7	0.0	2.6	PG 16.1	1.3	20.0	16.3	24.4
011) INFOTRON 3663 INFN	OTC	61.8 23.5	0.4	18.4 7.0	8820 5.12	12.04	6.06	0.4	0.7	0.0	20.9 DE	1.1	7.6	6.0	9.0
012) KREISLER 3728 KRSL	OTC	6.96 0.8	0.1	9.6 7.6	44.0 0.797	8.79	7.22	0.4	3.9	0.0	PG 7.3	1.4	9.2	7.1	10.6
013) MEGADATA CP 3699 MGTA	OTC	7.05 1.2	0.2	4.8 2.1	679.0 2.12	3.33	2.59	0.4	2.7	0.0	95.6 DE	1.2	2.7	2.4	3.7
014) MONARCH MCH 3540 MMO	NYS	67.2 16.2	0.2	19.7 12.7	1856 3.67	16.28	12.81	0.4	1.0	5.3	PG 33.3 DE	1.3	15.0	12.5	18.7
015) MUELLER CO 3449 MUEL	OTC	31.7 16.0	0.5	27.4 20.0	1463 1.17	27.13	17.18	0.4	0.7	** 8.4	PG 100+ DE	1.2	20.2	17.1	25.6
016) PENOBSCOT 3140 PBO	ASE	8.74 1.30	0.1	14.5 10.5	229.0 0.683	13.19	11.33	0.3	3.3	3.4	PG 12.2	1.3	11.7	11.2	16.7
017) PRIME MED 8091 PMEZ	OTC	40.5 11.1	0.2	5.4 3.4	7624 6.41	5.69	2.86	0.0	1.8	0.0	31.6 DE	1.1	3.4	2.6	4.2
018) RAGAN(BRAD) 5500 BRD	ASE	46.9 44.4	0.9	23.3 16.5	448.0 2.19	21.42	15.16	0.4	0.0	0.6	PG 50.6 DE	1.4	21.2	15.1	22.5
019) SHAER SHOE 3140 SHS	ASE	11.5 3.0	0.3	16.5 11.2	141.0 1.02	11.28	10.44	0.1	2.4	** 5.8	13.2 DE	1.4	12.1	10.3	15.6
020) TANDYCRAFTS 5999 TAC	NYS	38.3 5.3	0.1	20.7 14.7	822.0 2.38	18.28	13.46	0.5	2.2	0.0	PG 17.2 DE	1.4	18.4	13.3	20.1
021) 3 D DEPT 5999 TDD.B	ASE	14.5 4.3	0.3	4.3 3.4	48.0 3.31	4.40	3.16	0.7	0.7	1.5	PG 16.0 DE	1.4	4.0	3.1	4.6
022) WEISFIELDS 5944 WEIS	OTC	19.6 18.8	1.0	18.6 13.4	230.0 0.988	19.72	11.79	0.5	0.0	2.9	PG 13.3 DE	1.4	17.2	11.6	17.5
023) WELDOTRON 3540 WLD	ASE	17.6 17.9	1.0	10.5 6.6	695.0 1.82	9.86	5.70	0.6	0.1	0.0	PG 28.2 DE	1.2	7.5	5.5	8.4
024) WRIGHT (WM) 2200 WRIT	OTC	27.1 8.1	0.3	14.0 11.1	124.0 2.09	12.87	10.55	0.5	1.3	2.6	100+	1.4	13.3	10.4	15.6

Note: Some companies qualify as both performance and NCA companies.

Buy price ≤ NCA & *P/E* < 250/AAA (not a loss company).

Research has shown that buying at or below NCA value is better than buying at r below 2/3 NCA value.

Ave. AAA industrial bond rate: 8.534

W – Companies which meet our investment criteria but have a higher ratio of debt-to-total tangible book than the average for their industry.

** = High dividend yield.

Courtesy, James Buchanan Rea, Inc., 10966 Chalon Road, Los Angeles, California 90077.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅹ．资产投资者基金公司的投资组合

（1978 年 12 月 31 日）

ASSET INVESTORS FUND, INC.

STATEMENT OF INVESTMENTS
December 31, 1978

Number of Shares or Principal Amount	Security (Common Stock Unless Otherwise Noted)	Quoted Market(a)
	CONSUMER PRODUCTS (38.3%)	
400	*American Music Stores, Inc.—In Liquidation	$ 200
4,900	Bates Manufacturing Co., Inc.	297,675
14,220	*Beck Arnley Corp.	40,000
2,000	Carter-Wallace, Inc.	13,750
24,300	*Certified Corp.	69,863
25,500	*Circle F. Industries, Inc.	117,937
1,300	Del Monte Corp.	58,338
2,900	Diamond Crystal Salt Co.	63,800
103,500	*Ero Industries, Inc.	219,938
1,200	*Esquire Radio and Electronics, Inc.	18,300
2,000	Hudson Pulp and Paper Corporation	102,250
2,000	Kroehler Manufacturing Company	17,750
23,000	*Lazare, Kaplan International, Inc.	290,375
4,200	Lilli Ann Corporation	25,200
20,500	*National Silver Industries, Inc.	74,812
74,900	*Nestle-LeMur Company	149,800
12,262	Noland Company	95,031
11,300	*Pat Fashions Industries, Inc.	60,737
9,900	Penobscot Shoe Co.	35,888
1,000	Rust Craft Greeting Cards, Inc.	30,438
30,000	Rust Craft Greeting Cards, Inc., 5.25% Cv. Deb.	36,750
4,600	*Shatterproof Glass Corp.	33,350
2,896	Southwestern Drug Corp.	30,408
9,000	Springs Mills, Inc.	132,750
18,700	Star Lite Industries, Inc.	43,244
10,805	*Toscany Imports, Ltd.—In Liquidation	9,725
		2,088,309

* Non-income producing security.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Number of Shares or Principal Amount	Security (Common Stock Unless Otherwise Noted)	Quoted Market(a)
	FINANCIAL SERVICES (17.4%)	
11,650	Caribbean Finance Co.	$ 72,079
1,000	First Empire State Corporation	9,250
3,600	First Texas Financial Corporation	199,800
6,000	Franklin Life Insurance Company	167,622
2,000	Girard Company	45,000
1,000	Hartford National Corporation	14,625
15,397	Hawthorne Financial Corporation	234,804
1,500	Manufacturers National Corporation	38,625
4,312	Marine Corporation	112,651
300	*Meridian Investing and Development Corporation	900
2,000	Union Bancorp, Inc.	57,000
		952,356
	INDUSTRIAL PRODUCTS (28.8%)	
2,200	American Manufacturing Company, Inc.	74,800
18,750	Brennand-Paige Industries, Inc.	93,750
268	Carrier Corp.	7,102
11,640	A.M. Castle Co.	173,145
1,600	Dorr-Oliver, Inc.	25,800
11,400	Ehrenreich Photo-Optical Industries, Inc.	141,075
12,430	Grief Bros. Corp. Class A	205,095
5,735	Handschy Chemical Co.	32,976
9,250	*Holobeam, Inc.	20,812
9,500	*Jaco Electronics, Inc.	16,031
22,100	Kewaunee Scientific Equipment Corporation	164,369
12,495	*Marshall Industries	54,666
500	Revere Copper and Brass, Inc.	6,625
18,300	Schenuit Industries, Inc.	260,775
5,185	Syracuse Supply Co.	136,106
15,900	*Wood Industries, Inc.	159,000
		1,572,127

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

X(续)资产投资者基金公司的投资组合

(1978年12月31日)

ASSET INVESTORS FUND, INC.

STATEMENT OF INVESTMENTS (Continued)

December 31, 1978

Number of Shares or Principal Amount	Security (Common Stock Unless Otherwise Noted)		Quoted Market(a)
	NATIONAL RESOURCES (8.7%)		
6,400	Aguirre Co.		$ 91,200
1,000	Amax Incorporated		48,750
2,700	*EDG, Inc.—In Liquidation		5,400
2,850	*Kirby Industries Liquidating Trust CBI		5,700
8,675	*Pasco Liquidating Trust CBI		28,194
1,600	Penn Virginia Corporation		104,800
4,355	Shenadoah Oil Corp.		175,289
18,200	*Westates Petroleum Corp.—In Liquidation		13,650
			472,983
	MISCELLANEOUS (1.9%)		
12,235	*Empire Financial Corporation—In Liquidation		979
2,418	*Federated Media, Inc.—In Liquidation		725
5,400	San Jose Water Works		102,262
			103,966
	SHORT TERM INVESTMENTS (2.1%)		
1,040	Oppenheimer Monetary Bridge, Inc.		1,040
113,130	First Variable Rate Fund, Inc.		113,130
			114,170
	MUNICIPAL OBLIGATIONS (9.2%)		
500,000	N.Y.C. Project Notes, 3.93% due 1979		500,033
	Total Investments	106.4 %	5,803,943
	Liabilities Less Net Cash and Receivables	6.4 %	346,367
	TOTAL NET ASSETS	100.0 %	$5,457,576

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅺ.T.罗·普赖斯的部分个人证券投资组合

1978 年 12 月 31 日

	Market				Dividend			Yield on Cost	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Security	Date 1st Acquired	Lowest Cost	12/31/78 Market	% Change	1st Year Owned	1978	% Change	1st Year	1978
Black & Decker	7/31/37	3/8	16 5/8	1937 +4333.3%	$0.0242	$0.62	+2483.3%	6.5%	165.3%
Honeywell	7/25/38	3 3/4	69 1/2	1938 +1753.3%	$0.125	$2.05	+1540.0%	3.3%	54.7%
Minn. Mining & Mfg.	3/04/39	1/2	63 1/8	1939 +12525.0%	$0.025	$2.00	+7900.0%	5.0%	400.0%
Square D	12/31/39	3/4	20 1/8	+2583.3	0.063	1.40	+2122.2	8.4	186.7
				+7554.2%			+5011.1%	6.7%	293.4%
Dow Chemical	3/12/41	1 5/8	24 7/8	1941 +1430.8%	$0.0315	$1.25	+3868.3%	1.9%	76.9%
*Shell Oil	5/23/41	1 1/2	32 1/8	+2041.7	0.11	1.80	+1536.4	7.3	120.0
Merck	11/05/41	3/8	67 5/8	+17933.3	0.035	1.70	+4757.1	9.3	453.3
				+7135.3%			+3387.3%	6.3%	216.7%
*Tri Continental	6/03/42	3/8	17 5/8	1942 +4600.0%	Nil	$1.06	+ 100.0%	0.0%	282.7%
Pfizer	9/30/47	1 5/8	33	1947 +1930.8%	$0.10	$1.17	+1070.0%	6.2%	72.0%
Motorola	4/29/54	3 1/4	39 7/8	1954 +1126.9%	$0.125	$1.00	+ 700.0%	3.8%	30.8%
Avon Products	1/26/55	7/8	50 3/4	1955 +5700.0%	$0.04	$2.55	+6275.0%	4.6%	291.4%
Warner Lambert	6/15/55	2 5/8	23 3/4	+ 804.8	0.135	1.175	+ 770.4	5.1	44.8
				+3252.4%			+3522.7%	4.9%	168.1%
PepsiCo	10/23/58	4 1/8	25 5/8	1958 + 521.2%	$0.20	$0.97 1/2	+ 387.5%	4.8%	23.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Appendix XI (Continued)

	Market				Dividend			Yield on Cost	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Security	Date 1st Acquired	Lowest Cost	12/31/78 Market	% Change	1st Year Owned	1978	% Change	1st Year	1978
				1960					
Xerox	4/27/60	2 3/8	53 1/4	+2142.1%	$0.017	$1.90	+11076.9%	0.7%	80.0%
Exxon	12/21/60	19 7/8	49 1/8	+ 147.2	0.95	3.30	+ 247.4	4.8	16.6
				+1144.7%			+5662.0%	2.8%	48.3%
				1962					
R.P. New Horizons	2/02/62**	2 1/8	9 3/4	+ 358.8%	Nil	$0.0975	+ 100.0%	0.0%	4.6%
McCormick	4/10/62	2	14 1/2	+ 625.0	$0.051	0.40	+ 684.3	2.6	20.0
*Cummins Engine	6/26/62	22 1/8	33 1/4	+ 50.3	0.297	1.71	+ 475.8	1.3	7.7
*Trane	7/26/62	26 7/8	38 3/4	+ 44.2	0.475	1.43	+ 201.1	1.8	5.3
				+ 269.6%			+ 365.3%	1.4%	9.4%
				1963					
Texas Instruments	4/15/63	12 1/2	80	+ 540.0%	$0.16	$1.68	+ 950.0%	1.3%	13.4%
Gulf Oil	8/08/63	13 5/8	23 3/8	+ 71.6	0.80	1.90	+ 137.5	5.9	13.9
IBM	9/11/63	90 7/8	298 1/2	+ 228.5	0.884	11.52	+1203.2	1.0	12.7
				+ 280.0%			+ 763.6%	2.7%	20.0%
				1964					
*ARA Services	2/03/64	22 3/8	36	+ 60.9%	$0.20	$1.545	+ 672.5%	0.9%	6.9%
*EG&G	9/01/64	8 1/2	29	+ 241.2	Nil	0.42	+ 100.0	0.0	4.9
				+ 151.1%			+ 386.3%	0.5%	5.9%
				1966					
Walt Disney Prod.	1/03/66	4	40 1/8	+ 903.1%	$0.0378	$0.3188	+ 743.4%	0.9%	8.0%
Emery Air Freight	1/12/66	8 1/2	18 1/2	+ 117.6	0.1435	0.8775	+ 511.5	1.7	10.3
*FlexiVan	2/01/66	10	14 5/8	+ 46.3	Nil	0.70	+ 100.0	0.0	7.0
*A. H. Robins	8/23/66	9 5/8	8 3/8	- 13.0	0.17	0.34	+ 100.0	1.8	3.5
Continental Oil	8/31/66	13	28 1/8	+ 116.3	0.62	1.425	+ 129.8	4.8	11.0
*Millipore	8/31/66	7	29	+ 866.7	0.01	0.18	+1700.0	0.1	2.6
Hewlett Packard	10/07/66	19 3/8	89 7/8	+ 363.9	0.10	0.50	+ 400.0	0.5	2.6
Georgia Pacific	10/19/66	6 1/4	24 1/4	+ 288.0	0.1698	1.025	+ 503.7	2.7	16.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Security	Market (1) Date 1st Acquired	Market (2) Lowest Cost	Market (3) 12/31/78 Market	Market (4) % Change	Dividend (5) 1st Year Owned	Dividend (6) 1978	Dividend (7) % Change	Yield on Cost (8) 1st Year	Yield on Cost (9) 1978
Louisiana Pacific	10/19/66	4 1/8	18 3/4	+ 354.5	Nil	0.5265	+ 100.0	0.0	12.8
*Scope, Inc.	11/02/66	5 3/8	23 1/4	+ 332.6	Nil	0.50	+ 100.0	0.0	9.3
Avery International	12/23/66	8 5/8	15	+ 73.9	0.08	0.48	+ 500.0	0.9	5.6
				+ 313.6%			+ 444.4%	1.2%	8.1%
				1967					
*Hudson's Bay Oil & Gas	3/23/67	26 1/8	44 3/8	+ 69.9%	$0.40	$1.60	+ 300.0%	1.5%	6.1%
*Tenneco	4/17/67**	23 1/2	30 1/4	+ 28.7	1.22	2.05	+ 68.0	5.2	8.7
Revlon	5/28/67	22 5/8	51 3/8	+ 127.1	0.433	1.20	+ 177.1	1.9	5.3
*Anglo Amer. So. Africa	6/15/67	5 3/4	4 9/32	- 25.5	0.153	0.351	+ 129.4	2.7	6.1
Schlumberger	7/11/67	6 7/8	94 3/4	+1278.2	0.1184	1.175	+ 892.4	1.7	17.1
*Castle & Cooke	10/07/67	9 1/2	17 1/2	+ 84.2	0.26	0.73	+ 180.8	2.7	7.7
*Southwestern Life	11/17/67	13	18 3/8	+ 41.3	0.192	0.80	+ 316.7	1.5	6.2
*Dome Mines	12/05/67	16 3/4	78 1/4	+ 367.2	0.266	1.00	+ 275.9	1.6	6.0
				+ 246.4%			+ 292.5%	2.4%	7.9%
				1968					
Lowes Companies	4/01/68	5 3/4	18	+ 213.0%	$0.06	$0.40	+ 566.7%	1.0%	7.0%
Florida Gas	4/17/68	9	25	+ 177.8	0.40	1.44	+ 260.0	4.4	16.0
Newmont Mining	4/26/68	16 3/4	21 1/2	+ 28.4	0.96	0.80	- 16.7	5.7	4.8
AMAX	5/29/68	31 3/8	48 3/4	+ 55.4	1.266	1.8625	+ 47.1	4.0	5.9
Fleetwood Enterprises	5/29/68	4 1/8	11 1/8	+ 169.7	0.05	0.49	+ 880.0	1.2	11.9
Weyerhaeuser	6/20/68	12 1/2	24 5/8	+ 97.0	0.35	0.85	+ 142.9	2.8	6.8
General Electric	11/22/68**	31 5/8	47 1/8	+ 49.0	1.30	2.40	+ 84.6	4.1	7.6
				+ 112.9%			+ 280.7%	3.3%	8.6%
				1969					
R.P. New Era Fund	5/28/69	10 1/4	11 5/8	+ 13.4%	Nil	$0.3238	+ 100.0%	0.0%	3.2%
*Ranchers Exploration	7/11/69	9 7/8	14	+ 41.8	Nil	Nil	0.0	0.0	0.0
*Union Pacific	10/10/69	21 3/8	51 1/2	+ 140.9	$1.00	2.00	+ 100.0	4.7	9.4
*Hexcel	10/14/69	6	18 1/2	+ 208.3	0.24	0.4575	+ 90.6	4.0	7.6
*ASA Ltd.	12/18/69	7	23 7/8	+ 241.1	0.17 1/2	1.00	+ 471.4	2.5	14.3
				+ 129.1%			+ 152.4%	2.2%	6.9%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Appendix XI (Continued)

Security	(1) Date 1st Acquired	Market (2) Lowest Cost	Market (3) 12/31/78 Market	(4) % Change	Dividend (5) 1st Year Owned	Dividend (6) 1978	Dividend (7) % Change	Yield on Cost (8) 1st Year	Yield on Cost (9) 1978
				1970					
Mobil Corp.	2/20/70	42 1/4	69 3/8	+ 64.2%	$2.40	$4.30	+ 79.2%	5.7%	10.2%
*West Driefontein	4/01/70	18 5/8	30 1/2	+ 63.8	1.162	3.718	+ 220.0	6.2	20.0
Union Camp Corp.	4/01/70	17 3/4	47 3/4	+ 169.0	0.6666	2.10	+ 215.0	3.8	11.8
Ocean Drilling	5/01/70	10	35 1/2	+ 255.0	0.10	0.25	+ 150.0	1.0	2.5
*Perkin Elmer	5/11/70	11 1/4	27 1/2	+ 144.4	Nil	0.40	+ 100.0	0.0	3.6
Burroughs	5/21/70	39 5/8	73	+ 84.2	0.30	1.35	+ 350.0	0.8	3.4
*DeBeers	6/19/70	5	5 5/8	+ 12.5	0.145	0.513	+ 253.8	2.9	10.3
Louisiana Land	6/19/70	23 7/8	21 1/2	- 9.9	0.956	1.22	+ 27.6	4.0	5.1
*Cross & Trecker	8/13/70	2 3/4	17 1/8	+ 522.7	0.10	0.60	+ 500.0	3.6	21.8
Eastman Kodak	11/06/70	42 5/8 in '78	58 5/8	+ 37.5	1.28	2.23	+ 74.2	3.0	5.2
*Koger Properties	11/09/70	4 7/8	15	+ 207.7	Nil	0.70	+ 100.0	0.0	14.4
				+ 141.0%			+ 188.2%	2.8%	9.8%
				1971					
Combustion Engineering	2/01/71	38 7/8	32 5/8	- 16.1%	$0.90	$1.70	+ 88.9%	2.3%	4.4%
*Anglo Amerc. Gold Inv.	2/04/71	15 7/8	21 1/2	+ 35.4	0.547	1.776	+ 224.7	3.4	11.2
*U.N.C. Resources	6/10/71	16	18 1/8	+ 13.3	Nil	0.40	+ 100.0	0.0	2.5
*Callahan Mining	8/24/71	8 7/8	13 3/4	+ 54.9	Nil	0.3921	+ 100.0	0.0	4.4
*Alico	9/20/71	6 7/8	17 1/4	+ 150.9	Nil	0.25	+ 100.0	0.0	3.6
*Day Mines	10/07/71	6 3/4	9 3/4	+ 44.4	0.05	0.25	+ 400.0	0.7	3.7
*Gold Fields of S. Africa	11/09/71	11 1/4	16 5/8	+ 47.8	0.516	1.293	+ 150.6	4.6	11.5
*Pres. Steyn Gold Mng.	11/16/71	6 3/4	9	+ 33.3	0.157	0.758	+ 382.8	2.3	11.2
*Vaal Reefs Exp.	11/16/71	9 7/8	18 3/4	+ 86.1	0.636	1.533	+ 141.0	6.4	15.5
*Homestake Mining	12/08/71	10	30	+ 200.0	0.20	1.325	+ 562.5	2.0	13.3
*Thermo Electron	12/14/71	8 5/8	24 3/4	+ 187.0	Nil	Nil	0.0	0.0	0.0
				+ 76.1%			+ 167.0%	2.0%	7.6%
				1972					
*Newhall Land & Farming	1/03/72	8	25 1/8	+ 214.1%	$0.30	$0.585	+ 95.0%	3.8%	7.3%
*Campbell Red Lake Mines	2/09/72	14 3/4	29 1/4	+ 98.3	0.203	0.765	+ 276.8	1.4	5.2
Digital Equipment	5/18/72	27 5/8	53 5/8	+ 94.1	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
*Scientific Atlanta	9/27/72	3 3/4	32 1/2	+ 766.6	Nil	0.17	+ 100.0	0.0	4.5

Security	(1) Date 1st Acquired	Market (2) Lowest Cost	Market (3) 12/31/78 Market	Market (4) % Change	Dividend (5) 1st Year Owned	Dividend (6) 1978	Dividend (7) % Change	Yield on Cost (8) 1st Year	Yield on Cost (9) 1978
*Stilfontein	5/08/72	1 1/2	4 1/8	+ 175.0	0.065	0.241	+ 270.8	4.3	16.1
*Federal Resources	10/17/72**	2 3/8	5 3/8	+ 126.3	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
*Western Areas Gold Mng.	12/05/72	1 1/2	1 5/8	+ 8.3	0.093	0.124	+ 33.3	6.2	8.3
				+ 211.8%			+ 110.8%	2.2%	5.9%
1973									
*Pittson	1/19/73	11 1/8	17 3/8	+ 56.2%	$0.2698	$1.20	+ 344.8%	2.4%	10.8%
*Science Management	3/23/73**	2 5/8	3	+ 14.3	0.0884	0.10	+ 13.1	3.4	3.8
*Telesciences	4/16/73	4 3/8	15 1/8	+ 245.7	Nil	0.51	+ 100.0	0.0	11.7
C.R. Bard	4/30/73	11 1/4	11 5/8	+ 3.3	0.18	0.30	+ 66.7	1.6	2.7
Pinkerton's	4/30/73**	22 1/4	27 3/4	+ 24.7	0.757	1.75	+ 131.2	3.4	7.9
American Hosp. Supply	6/26/73	20	26 1/4	+ 31.3	0.28	0.65	+ 132.1	1.4	3.3
*Rosario Resources	7/25/73	19 3/8	16 1/4	- 16.1	0.2111	0.6372	+ 201.8	1.1	3.3
*Kloof Gold Mine	8/15/73	3 7/8	6 3/4	+ 74.2	0.518	0.367	- 29.1	13.4	9.5
Polaroid	12/04/73**	14 5/8	51 3/4	+ 253.8	0.32	0.90	+ 181.3	2.2	6.2
*Viacom	12/24/73	3 1/8	24 5/8	+ 688.0	Nil	0.225	+ 100.0	0.0	7.2
*Sanders Associates	8/29/73	2 1/2	17	+ 580.0	Nil	0.10	+ 100.0	0.0	4.0
*United Park City	10/03/73	1 3/4	1 1/2	- 14.3	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
*TelePrompTer	11/13/73	3 7/8	12 7/8	+ 232.3	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
				+ 167.2%			+ 103.2%	2.2%	5.4%
1974									
*Tosco	5/10/74	2	6	+ 200.0%	Nil	Nil	N.C.	0.0%	0.0%
*Thomas & Betts	12/10/74	26 1/8	41 5/8	+ 59.3	$0.66	$1.18	+ 78.8%	2.5	4.5
Cox Cable	8/12/74	4 1/8	36.48***	+ 784.4	Nil	0.299	+ 100.0	0.0	7.2
*United Keno Hill Mine	3/20/74	9 1/4	8	- 13.5	1.00	0.70	- 30.0	10.8	7.6
*Dwicker Explor.	12/05/74	3 1/8	2 3/8	- 24.0	Nil	0.329	+ 100.0	0.0	10.5
				+ 201.7%			+ 49.8%	2.7%	6.0%
1975									
*Houston Oil & Minerals	2/19/75	5 5/8	15 3/8	+ 173.3%	$0.133	$0.80	+ 501.5%	2.4%	14.2%
*Randfontein Estates	3/31/75	13 5/8	39	+ 186.2	Nil	3.864	+ 100.0	0.0	28.4
*Harmony Gold Mng.	12/22/75	4 1/4	4 1/8	- 2.9	0.169	0.631	+ 273.4	4.0	14.8
*Heath Tecna	4/09/75**	2 7/8	19 1/2	+ 578.3	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
*AZL	9/19/75**	3 5/8	4 3/8	+ 20.7	0.10	Nil	- 100.0	2.8	0.0
				+ 191.1%			+ 155.0%	1.8%	11.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Appendix XI (Continued)

Security	Market (1) Date 1st Acquired	Market (2) Lowest Cost	Market (3) 12/31/78 Market	Market (4) % Change	Dividend (5) 1st Year Owned	Dividend (6) 1978	Dividend (7) % Change	Yield on Cost (8) 1st Year	Yield on Cost (9) 1978
				1976					
St. Joe Minerals	4/22/76	36 3/8	22 3/4	- 37.5%	$1.275	$1.30	+ 2.0%	3.5%	3.6%
*Dome Petroleum	12/08/76	33 5/8	80 1/2	+ 139.4	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
				+ 51.0%			+ 1.0%	1.8%	1.8%
				1977					
*Magma Power	3/17/77	8 3/4	9 1/8	+ 4.3%	Nil	Nil	N.C.	0.0%	0.0%
Jack Eckerd	4/19/77	24	26 5/8	+ 10.9	$0.52	$0.68	+ 30.8%	2.2	2.8
K mart	4/20/77	25 1/2	22 1/2	- 11.8	0.50	0.68	+ 36.0	2.0	2.7
U.S. Fidelity & Guranty	4/20/77	32 1/4	30 1/2	- 5.4	1.6545	1.9181	+ 15.9	5.1	5.9
*East Driefontein	6/10/77	6 1/4	9 1/8	+ 46.0	Nil	0.785	+ 100.0	0.0	12.6
Johnson & Johnson	8/09/77	70 1/2	73 3/4	+ 4.6	1.40	1.70	+ 21.4	2.0	2.4
*Payless Cashways	8/23/77	8 1/8	11 3/4	+ 44.6	0.075	0.10	+ 33.3	0.9	1.2
Kerr McGee	9/29/77	46 1/8	47 3/4	+ 3.5	1.25	1.25	N.C.	2.7	2.7
Harris Corp.	11/25/77	20 7/8	28 3/4	+ 37.7	0.45	0.55	+ 22.2	2.2	2.6
*Hecla Mining	12/13/77	5 1/8	5 1/8	N.C.	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
				+ 13.4%			+ 26.0%	1.7%	3.3%
				1978					
*Rite Aid	2/07/78	17	19 3/4	+ 16.2%	$0.395	$0.395	N.C.	2.3%	2.3%
*Camflo Mines	9/12/78	11 5/8	13 1/4	+ 14.0	0.50	0.50	N.C.	4.3	4.3
*Ethan Allen	9/28/78	20 7/8	24 1/2	+ 17.4	0.625	0.625	N.C.	3.0	3.0
*Frigitronics	10/10/78	14	14 3/4	+ 5.4	0.22	0.22	N.C.	1.6	1.6
*McCulloch Oil	5/15/78	4 3/4	4 7/8	+ 2.6	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
*Penn Central	11/22/78	17 1/2	14 7/8	- 15.0	Nil	Nil	N.C.	0.0	0.0
				+ 6.8%			N.C.	1.9%	1.9%

*Not on approved list of T. Rowe Price Associates, Inc.
**Original purchase has been sold. Cost shown is for later date .
***Merged into Cox Broadcasting 7/22/77. Basis 46/100 shs. Cox Broadcasting and $10.83 cash.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅻ．普赖斯式的新时代投资组合(A 组)

T. Rowe Price model new era portfolio

(inception 8/31/77)
performance—growth of income and market value

shares	Group A company	price 2/28/79	value	change since 8.31.77	dollar income 1977	dollar income 1978	change 1977-78
727	Castle & Cooke	15⅛	$ 10,995.88	+10.0%	$480.68	$581.60	+21.0%
196	Dome Mines*	85¾	16,807.00	+68.1	156.80	196.00	+25.0
265	Dome Petroleum	97¼	25,771.25	+157.7	—	—	—
402	Jack Eckerd	24⅛	9,698.25	-3.0	209.04	273.36	+30.8
563	EG&G	26	14,638.00	+46.4	201.68	236.46	+16.7
610	Flexi-Van	14⅝	8,921.25	-10.8	213.50	427.00	+100.0
740	Hexcel	17¼	12,765.00	+27.7	316.35	338.55	+7.0
261	Houston Oil & Mineral	16⅝	4,339.13	-56.6	174.09	208.80	+19.9
435	Lowes Cos*	18¼	7,938.75	-20.6	104.40	174.00	+66.7
1,176	Magma Power*	11¼	13,230.00	+32.3	—	—	—
552	McCormick	13½	7,452.00	-25.5	220.80	220.80	NC
1,212	Payless Cashways*	12¾	15,453.00	+54.5	90.90	121.20	+33.3
490	Perkin-Elmer	27¼	13,352.50	+33.5	156.80	196.00	+25.0
544	Scientific-Atlanta*	34¼	18,632.00	+86.3	70.72	92.48	+30.8
263	Thomas & Betts*	41⅝	10,947.38	+9.5	255.11	310.34	+21.6
576	Viacom*	26	14,950.00	+49.5	57.50	129.38	+125.0
976	Harris Corp.*[1]	26	25,376.00	+153.8	439.20	536.80	+22.2
397	Rite Aid[2]	19¼	7,642.25	-23.6	127.04	156.82	+23.4
728	Fleetwood[3]	10½	7,644.00 }	+86.3	313.04	356.72	+14.0
879	Teleprompter*[4]	12½	10,987.50 }				
578	Time 1.575 conv pfd B[5]	28½	16,473.00	+64.7	new issue	78.39	NA
	total Group A	—	$274,014.13	+37%	$3,588.65	$4,634.70	+29.1%
	NYSE comp index 52.93	53.93	—	+1.9	—	—	—
	Amex index 117.97	160.74	—	+36.3	—	—	—
	Dow Jones industrial 861.49	808.82	—	-6.1	$45.84	48.52	+5.8%
	Standard & Poor's 500 96.77	96.28	—	-0.5	4.66	5.09	+9.2
	NASDAQ OTC comp 100.10	122.56	—	+22.4	—	—	—

[1]Bought November 1977 at 20½ as replacement for Alcon Labs [2]Bought April 1978 at 21⅛ as replacement for Sabine Corp [3]Bought July 1978 at 11¼ as partial replacement for IBL [4]Bought July 1978 at 11¼ as partial replacement for IBL [5]Received October 1978 from merger of Amer TV & Comm into Time Inc. *NC: no change NA: not available.

(*Forbes* Magazine, April 2, 1979, p. 130)

XIII. 普赖斯式的新时代投资组合
(B 组和 C 组)

shares	Group B company	price (2/28/79)	value	change since 8/31/77	dollar income 1977	dollar income 1978	change 1977-78
580	Black & Decker	19	$11,020.00	+10.2%	$278.40	$359.60	+29.2%
140	Burroughs	64¾	9,065.00	-9.4	114.80	189.00	+64.6
207	Digital Equipment	49½	10,246.50	+2.5	—	—	—
247	Walt Disney	37⅛	9,169.88	-8.3	36.26	78.74	+117.2
162	Eastman Kodak*	59⅝	9,659.25	-3.4	340.20	361.26	+6.2
510	Emery Air Freight	16⅞	8,606.25	-13.9	363.37	447.53	+23.2
187	General Electric	46	8,602.00	-14.0	374.00	448.80	+20.0
126	Hewlett-Packard*	85⅛	10,725.75	+7.3	50.40	63.00	+25.0
37	IBM*	300	11,100.00	+11.0	370.00	426.24	+15.2
138	Johnson & Johnson*	68¼	9,418.50	-5.8	193.20	234.60	+21.4
326	K mart	23¼	7,579.50	-24.2	163.00	221.68	+36.0
170	Merck*	65¼	11,092.50	+10.9	255.00	289.00	+13.3
192	3M*	56⅜	10,824.00	+8.2	326.40	384.00	+17.6
394	PepsiCo	23⅞	9,406.75	-5.9	325.05	384.15	+18.2
324	Polaroid	40¼	13,041.00	+30.4	210.60	291.60	+38.5
234	Revlon	47⅝	11,144.25	+11.4	222.30	280.80	+26.3
149	Schlumberger*	96¾	14,415.75	+44.2	130.37	175.07	+34.3
113	Texas Instruments*	78¾	8,898.75	-11.0	149.16	189.84	+27.3
324	Weyerhaeuser*	28¼	9,153.00	-8.5	259.20	275.40	+6.3
190	Xerox	52⅞	10,046.25	+0.5	266.00	361.00	+35.7
	total Group B	—	$203,214.88	+1.6%	$4,427.71	$5,461.31	+23.3%
	Dow Jones industrial	808.82	—	6.1	$45.84	$48.52	+5.8%
	Standard & Poor's 500	96.28	—	-0.5	4.66	5.09	+9.2

shares	Group C company	price (2/28/79)	value	change since 8/31/77	dollar income 1977	dollar income 1978	change 1977-78
784	Alsco*	18⅞	$14,798.00	+48.0%	$156.80	$196.00	+25.0%
225	AMAX*	48½	10,912.50	+9.1	393.75	419.06	+6.4
580	Anglo Amer Gold Inv*	25⅛	14,572.50	+45.7	944.82	1,030.08	+9.0
735	Callahan Mining*	16¼	11,943.75	+19.4	244.90	279.89	+14.3
362	Campbell Red Lakes Mine*	33⅛	11,991.25	+19.9	244.35	276.93	+13.3
1,212	Day Mines	11¾	14,241.00	+42.4	242.40	303.00	+25.0
1,454	East Driefontein Gold*	10⅜	15,085.25	+50.9	1,027.98	1,141.39	+11.0
255	Homestake Mining	34¼	8,733.75	-12.7	318.75	337.88	+6.0
169	Kerr-McGee*	50⅝	8,555.63	-14.4	211.25	211.25	NC
2,162	Kloof Gold Mining	9⅛	19,728.25	+97.3	583.74	793.45	+35.9
544	Newmont Mining*	24	13,056.00	+30.6	761.60	435.20	-42.8
410	Pittston	19⅜	7,943.75	-20.6	528.90	492.00	-7.0
1,403	Pres Steyn Gold Mining	10⅛	14,205.38	+42.1	242.72	1,063.47	+338.1
296	Randfontein Estates*	42⅜	12,543.00	+25.4	712.47	1,143.74	+60.5
615	Ranchers Exploration	17	10,455.00	+4.6	—	—	—
507	Rosario Resources	24	12,168.00	+21.7	298.20	323.06	+8.3
334	St Joe Minerals	25⅞	8,642.25	-13.6	434.20	434.20	NC
447	UNC Resources	20	8,940.00	-10.6	—	178.80	+100.0
714	Vaal Reefs*	23	16,422.00	+64.2	782.54	1,094.56	+39.9
487	West Driefontein Gold	31⅜	15,279.63	+52.8	1,314.41	1,810.67	+37.8
	total Group C	—	$250,216.88	+25.1%	$9,443.78	$11,964.63	+26.7%
	total portfolio	—	$727,445.88	+21.2	$17,460.14	$22,060.64	+26.3%
	Dow Jones industrial	808.82	—	-6.1	$45.84	$48.52	+5.8%
	Standard & Poor's 500	96.28	—	-0.5	4.66	5.09	+9.2

NC no change

(*Forbes* Magazine, April 2, 1979, p. 131)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

XIV．坦普尔曼成长基金投资组合

（1979 年 4 月 30 日）

	Number of Shares	Cost	Market Value
COMMON STOCKS: 89.4%			
Oil & Gas: 14.9%			
Amerada Hess Corp.	99,250	$ 2,769,901	$ 3,386,906
*Dome Petroleum Ltd.	20,000	1,209,791	2,404,372
El Paso Company	59,000	788,309	1,076,750
Gulf Oil Corp.	90,000	2,080,281	2,418,750
Houston Natural Gas	77,000	1,971 341	2,175,250
Husky Oil Limited	25,000	584,779	1,278,889
Mitchell Energy & Development	146,999	1,962,158	3,546,351
Northern Natural Gas	28,000	1,025,496	1,211,000
Royal Dutch Petroleum	100,000	5,035,021	6,874,999
Shell Oil Company	50,000	1,658,097	2,131,250
Standard Oil of California	20,000	591 685	985,000
Texaco, Inc	50,000	1,301,506	1,356,250
Union Oil of California	77,000	3,861,886	5,351,499
		24,840,330	34,197,066
Insurance: 11.4%			
Aetna Life & Casualty	100,000	3,896,653	4,387,500
*American Income Life Insurance	11,200	151,200	205,800
American National Financial Corp.	20,000	250,000	260,000
Dai Tokyo Fire & Marine	100,000	110,796	138,900
Guaranty National Corp.	50,000	577,288	808,250
Hanover Insurance	49,500	1,409,750	1,299,375
INA Corp.	100,000	3,020,774	4,400,000
Kemper Corp	150,000	3,660,883	4,218,750
Reliable Investors	37,400	454,800	490,875
Reliance Group, Inc.	61,200	1,820,863	2,409,750
Simcoe & Erie Investors	90,300	105,608	339,489
Sumitomo Marine & Fire	400,000	329,232	442,000
Travelers Corp.	37,300	1,304,898	1,342,800
USLIFE Corp	105,000	1,862,527	2,493,750
U S Fidelity & Guaranty	120,900	4,048,424	4,337,288
Washington National Corp	7,300	177,352	226,300
		22,981,029	27,798,827
Banks and Finance: 8.6%			
Australian & New Zealand Bank	165,000	607,385	756,030
Bancohio Corp.	16,900	389,450	367,575
Bank of Nova Scotia	105,862	1,942,738	2,151,949
Canadian Imperial Bank of Commerce	397,000	9,348,112	9,458,578
First Pennsylvania Corp.	192,500	3,063,097	2,550,825
Royal Bank of Canada	97,800	3,417,097	3,473,770
Toronto Dominion Bank	35,000	678,315	722,951
		19,426,194	19,481,478
Real Estate: 7.4%			
Allarco Development	61,325	544,409	2,064,274
Daon Development	511,600	326,763	5,143,958
Hooker Corporation	1,073,344	797,816	924,150

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	Number of Shares	Average Cost	Market Value
COMMON STOCKS (continued):			
Real Estate (continued):			
S. B. McLaughlin Limited	39,000	$ 401,216	$ 349,508
Nu-West Development	465,285	2,582,293	6,508,905
Oriole Homes	10,000	70,296	101,250
Shapell Industries	103,900	2,277,817	2,987,125
		7,000,210	18,079,188
Mining and Metals: 6.7%			
Alcan Aluminum Ltd.	230,000	6,103,977	8,244,809
Kaiser Aluminum & Chemical	76,000	1,272,295	1,558,000
Noranda Mines Ltd.	100,000	2,199,870	3,781,421
*Pancontinental Mining Ltd	123,300	1,348,005	1,442,856
Reynolds Metals Co.	36,000	1,149,718	1,327,500
		12,073,865	16,354,586
Merchandising: 6.3%			
Brooks Fashion Stores	141,200	2,635,853	3,088,750
G. J. Coles	340,500	601,432	789,279
Heck's Inc.	10,400	108,700	117,000
Ito Yokado Co., Ltd. ADR	31,307	197,585	817,896
Modern Merchandising	44,800	643,800	677,600
Scotty's Inc	20,100	235,075	281,400
Service Merchandise Co.	153,000	2,884,500	2,562,750
Supermarkets General	56,100	630,568	729,300
*Tandy Corp.	160,000	2,859,690	3,660,000
Volume Shoes	31,200	579,894	776,100
Ward's Co., Inc.	35,000	433,501	455,000
Winns Stores Inc.	47,300	849,203	1,407,175
		12,458,811	15,362,250
Automotive: 6.0%			
Australian Motor Industries	206,200	222,740	200,427
Cummins Engine	52,900	2,024,471	1,944,075
Eaton Corp	20,000	782,777	767,500
Ford Motor Company	260,000	11,664,657	11,602,499
		14,694,645	14,514,501
Food and Beverage: 5.0%			
Central Soya Co.	50,000	677,643	650,000
Church's Fried Chicken	179,200	2,031,185	4,345,600
Denny's Inc.	54,000	1,721,012	1,154,250
Furr's Cafeterias	84,341	712,657	1,275,658
Marudai Food Co.	195,518	257,681	697,413
Pepcom Industries Inc.	26,000	200,327	516,750
Pepsico Inc.	80,000	1,355,162	1,950,000
Royal Crown Companies	77,400	1,344,858	1,102,950
*Sambo's Restaurants	40,000	631,499	310,000
Spartan Food Systems, Inc.	7,200	115,871	174,600
		9,047,905	12,177,221

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	Number of Shares	Cost	Market Value
COMMON STOCKS (continued):			
Electric and Electronics: 4.5%			
Amalgamated Wireless Australasia	56,280	$ 113,822	$ 150,380
Farinon Corp	26,500	348,675	354,438
Hitachi Ltd. ADR	87,000	3,308,018	3,947,625
Matsushita Electric Industries ADR	45,210	580,905	1,537,140
*Teledyne Inc.	40,040	2,779,247	4,894,890
		7,130,667	10,884,473
Transportation: 4.1%			
Ansett Transport Industries	1,963,600	2,079,187	2,644,970
Flexi-Van Corp.	97,400	1,416,197	1,716,675
Gelco Corp.	71,500	1,966,560	2,010,938
Orient Overseas Containers	121,000	71,927	79,981
RLC Corp	22,000	315,145	352,000
Sea Containers Group Units	37,900	1,996,127	814,850
Xtra Corp	110,000	1,139,524	2,310,000
		8,984,667	9,929,414
Manufacturing: 3.4%			
Carboline Company	30,500	525,902	579,500
Cessna Aircraft	64,800	962,711	1,069,200
Coachman Industries	50,000	622,268	362,500
Envirotech Corp.	40,000	1,087,463	805,000
Hyster Company	30,000	1,118,209	1,128,750
International Harvester Co.	25,000	893,850	953,125
Sullair Corp.	10,000	72,527	158,750
Toyo Seikan Kaisha	633,450	558,173	1,645,069
White Consolidated Industries	58,000	1,101,380	1,558,750
		6,940,483	8,260,644
Construction: 3.2%			
Atco Industries	50,000	555,614	961,749
Jim Walter Corp	173,300	5,393,392	5,610,587
Trane Company	60,000	624,805	1,125,000
		6,573,811	7,697,336
Diversified Holding Companies: 2.6%			
Canadian Pacific Investments	50,300	896,979	1,264,372
Fuqua Industries	318,400	3,336,385	3,582,000
Versatile Cornat Corp.	118,400	581,728	1,526,907
		4,815,092	6,373,279
Pharmaceuticals and Cosmetics: 1.8%			
Fujisawa Pharmaceutical	242,550	196,623	1,159,389
Redken Laboratories	70,000	1,197,948	910,000
S. S. Pharmaceutical	949,003	564,367	2,447,479
		1,958,938	4,516,868
Chemicals: 1.8%			
Monsanto Company	80,000	4,247,938	3,950,000
Olin Corp	20,000	314,723	417,500
		4,562,661	4,367,500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 XIV．坦普尔曼成长基金投资组合

	Number of Shares	Cost	Market Value
COMMON STOCKS (continued):			
Communications: 0.8%			
News Ltd.	529,000	$ 1,502,861	$ 1,489,135
Nippon Television Network	16,830	370,960	504,648
		1,873,821	1,993,783
Consumer Specialty: 0.7%			
Hanimex Corporation	421,900	514,988	605,427
Olympus Optical	210,000	524,393	748,020
Pacific Film	784,999	512,671	381,510
		1,552,052	1,734,957
Other Industries: 1.8%			
American Medical International	77,000	824,992	2,011,825
General Medical Corp	110,000	1,643,415	1,278,750
Grantree Corp	119,300	1,670,406	924,575
*Leasco Corp.	10,200	—	109,850
Tokai Pulp Co.	200,000	175,716	166,000
		4,314,529	4,490,600
Total Common Stocks		171,230,710	218,213,951
	Principal Amount		
BONDS: 2.5%			
The Commercial Banking Company of Sydney Limited, 10%, Convertible Notes 1988	$ 1,125,000 Aus.	1,351,926	1,325,000
Hitachi Ltd., 5.4%, Convertible Debenture, 1983	485,000,000 Yen	1,575,319	2,178,116
Hitachi Ltd. 7.8%, Convertible Debenture 1981	45,100,000 Yen	148,936	457,551
Ito Yokado Ltd 6%, Convertible Debenture, 1992	$ 300,000 U.S.	292,752	411,750
Matsushita Electric 8¾%, Convertible Debenture, 1990	$ 200,000 U.S.	230,278	371,500
Riegel Textile, 5%, Convertible Debenture 1993	$ 329,000 U.S.	252,988	233,590
South Africa Electricity Supply Commission, 12.15%, 1982	1,300,000 Rand	919,100	1,137,500
Total Bonds		4,769,299	6,115,007
SHORT-TERM OBLIGATIONS: 9.5%			
Certificate of Deposit: 0.4%			
Bank of Montreal 10.313%, May 23, 1979	$ 1,000,000 U.S.	1,000,000	1,000,000
Repurchase Agreements: 1.1%			
Short-term securities under repurchase agreements with New England Merchants National Bank 9.0%, collateralized by U.S. Treasury Notes	$ 2,700,000 U.S.	2,700,000	2,700,000
Government Securities: 8.0%			
U.S. Treasury Bills with various due dates to July 26, 1979 9.060% to 9.660%	$ 19,750,000 U.S.	19,471,308	19,471,308
Total Short-Term Obligations		23,171,308	23,171,308
TOTAL INVESTMENTS		$199,171,317	247,500,266
OTHER ASSETS, Less Liabilities (1.4%)			(3,511,934)
TOTAL NET ASSETS: 100%			$243,988,332

*Non-income producing.

The accompanying notes are an integral part of these financial statements.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

XIV(a). 坦普尔曼成长基金投资组合

（1986 年 9 月 30 日）

	Number of Shares	Market Value
COMMON STOCKS		
Energy Sources		
Amerada Hess Corp	780,000	23,939,604.00
Royal Dutch Petroleum Ltd	619,000	75,992,896.80
Schlumberger Ltd	510,000	23,700,312.00
Total Francaise Petrol	338,000	31,837,096.30
Valero Energy Corp	230,000	2,353,038.00
		157,822,947.10
Utilities—Electrical & Gas		
General Public Utilities Corp	357,900	11,356,954.38
Building Materials & Component		
USG Corporation	120,000	6,720,984.00
Walter (Jim) Corporation	187,500	11,639,475.00
		18,360,459.00
Chemicals		
Akzo ADR	83,130	7,207,371.00
Akzo NV	22,352	1,953,920.33
Akzo Warrants	1,117	34,680.30
Bayer A.G	64,285	12,783,379.42
Hoechst A.G.	172,000	30,500,632.91
Imperial Chemicals Ltd. ADR	473,500	40,559,820.60
Monsanto Company	650,200	61,333,105.92
		154,372,910.49
Forest Products & Paper		
Amcor Limited	593,344	2,049,005.54
B.C. Forest Products	250,171	3,158,408.87
Champion International Corp.	432,048	15,507,844.50
Domtar Limited	550,000	17,393,750.00
Georgia-Pacific Corporation	150,000	7,308,810.00
Great Lakes Forest Products	400,000	10,200,000.00
Pentair Inc	104,627	3,592,179.72
Rolland Inc (CLASS A)	116,600	1,719,850.00
Westvaco Corporation	37,500	2,796,075.00
		63,725,923.63
Mining & Metals		
Alcan Aluminium Limited	1,649,903	72,183,256.25
Aluminium Suisse	2,750	1,411,175.26
CRA of Australia	15,100	91,292.51
Minerals + Res Corp Ltd ADR	100,000	1,070,745.00
Pancontinental Mining Limited	1,248,411	2,990,811.24
Reynolds Metals Company	600,000	38,286,720.00
Sandvik AB B	1,173,333	34,841,168.00
		150,875,168.26
Data Processing & Reproduction		
Honeywell, Inc	20,000	1,945,548.00
Electrical & Electronics		
Emai Limited	593,337	1,812,025.71
Hitachi Limited	407	3,932.25
		1,815,957.96
Electronic Components, Instruments		
Siemens A G	21,176	9,717,017.56
Industrial Components		
SKF (Class B)	404,000	27,073,071.91
Automobiles		
Ford Motor Company	600,000	44,112,960.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 XIV(a). 坦普尔曼成长基金投资组合

	Number of Shares	Market Value
Food & Household Products		
General Mills Inc.	30,000	3,292,866.00
Textiles & Apparel		
Winsor Industrial Corp Ltd	1,700,000	2,373,052.69
Broadcast, Advertising, Publishing		
News Ltd	3,670,000	91,119,147.55
News International Limited	702,500	24,608,763.27
		115,727,910.82
Business & Public Services		
American Medical International	100,000	1,959,420.00
Charter Medical Corp CL A	785,000	22,867,992.00
Humana Inc.	350,000	11,288,340.00
Moore Corp.	473	13,894.37
		36,129,646.37
Merchandising		
American Stores Company	1,249,658	94,910,525.37
Cifra SA B	10,320,268	25,264,016.06
Dixons Group PLC (ORD 10P)	400,000	2,658,296.91
Hawley Group PLC	2,073,125	4,149,835.68
Peoples Jewellers CL A	100,000	1,200,000.00
Service Merchandise Company	833,000	11,410,933.80
Supermarkets General Corp	224,400	8,132,390.64
U.S. Shoe Corp	1,200,000	34,333,200.00
		182,059,198.46
Telecommunications		
Bell Canada Enterprises Inc	186,800	7,028,350.00
Northern Telecom Ltd	250,000	9,531,250.00
Telefonos de Mexico ADR	203,124	26,416.28
Telefonos de Mexico ADR New	38,085	4,343.74
Telefonos de Mexico 86B	15,094,500	1,888,623.84
Telefonos de Mexico 87A	4,495,277	489,086.14
		21,462,374.98
Transportation		
Laidlaw Transportation CL A	54,000	816,750.00
Laidlaw Transportation CL B	737,650	10,511,512.50
Orient Overseas Contnr	325,892	292,257.15
Orient Overseas Wts	51,500	18,315.81
Sea Containers Limited	420,000	9,758,952.00
TNT Limited JN 07/91	858,000	1,043,226.91
TNT Ltd	4,790,050	12,936,013.63
		35,377,027.99
Banking		
ANZ Banking Group Limited	12,858,191	56,307,811.22
Banco Popular Espanola	100,000	6,769,244.18
Bank of Montreal	454,490	14,827,736.25
Bank of Montreal Warrants	300,000	1,260,000.00
Bank of Nova Scotia	1,210,141	18,605,917.87
Barclays Bank PLC	1,750,000	16,254,044.35
Fidelcor, Inc	162,000	8,286,786.00
Mellon Bank Corp.	47,590	3,597,918.22
National Westminster Bank	2,163,050	22,168,787.00
Nat'l Australia Bank Limited	13,341,566	60,437,831.91
Republic New York Corporation	75,000	5,228,010.00
Royal Bank of Canada	422,788	13,582,064.50
Royal Bank of Scotland	500,000	3,282,836.54
Society Corp	53,500	4,360,143.00
Toronto Dominion Bank	728,276	16,386,210.00
Westpac Banking Corporation	15,352,192	60,585,307.86
		311,640,648.91
Financial Services		
Merrill Lynch Company Inc.	1,600,000	79,625,280.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	Number of Shares	Market Value
Pargesa Holding Ord	1,100	1,827,587.63
		81,452,867.63
Insurance		
Hanover Insurance Co	100,000	8,704,680.00
Jackson National Corp	258,000	17,536,982.40
Kemper Corporation	648,000	24,045,724.80
		50,287,387.20
PORTFOLIO SUMMARY		
(Security Class)		
Cash		24,462,403.00
Short Term Notes		559,365,643.78
Bonds		329,364,113.32
Preferred		10,613,849.82
Common Stock		1,591,309,500.97
TOTAL PORTFOLIO		2,515,115,510.89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书展示九位伟大的投资家——本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、约翰·坦普尔曼、菲利普·费希尔及其他人——他们的制胜策略。你能从中学到些什么？

这是多年来我所读到的关于投资问题的最好的一本书。

——保罗·E·厄尔德曼

《纽约时报》图书评论家

装帧设计 黄炜



ISBN 7—214—02461—6
F·573 定价：15.00元